Kritische Betrachtungen über die in der schweizerischen national-ökonomischen Literatur vertretenen Theorien über die Zahlungsbilanz und die Wechselkurse.

Inaugural-Dissertation

der

Hohen Juristischen Fakultät der Universität Bern

zur

Erlangung der Würde eines doctor rerum politicarum

vorgelegt von

LUDWIK GESUNDHEIT

von Warschau (Polen).

Paul Haupt

Akademische Buchhandlung vorm. Max Drechsel

Bern 1929

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen lieben Eltern
in Dankbarkeit gewidmet.

Die Anregung zur vorliegenden Arbeit wurde mir von meinem hochverehrten Lehrer, Herrn Prof. Dr. E. W. Milliet gegeben, dem ich an dieser Stelle für das Interesse, das er an meiner Arbeit genommen hat und die Ratschläge, mit welchen er mir zur Seite stand, meinen verbindlichsten Dank aussprechen möchte.

Bern, September 1926.

Ludwik Gesundheit.

Inhalt.

Abschnitt I:

Das Wesen der Zahlungsbilanz und die Art ihrer Feststellung.

Seite

§ 1. Dogmengeschichtliche Skizze 1
§ 2. Aeussere Wirtschaftsbilanz, Forderungsbilanz und Zahlungsbilanz 25
§ 3. Wechselkurs, Zahlungsbilanz und Forderungsbilanz 30
§ 4. Die statistische Erfassung des internationalen Wirtschaftsverkehrs 37

Abschnitt II:

Die schweizerische nationalökonomische Literatur über Zahlungsbilanz und Wechselkurse.

§ 5. Allgemeines 41
§ 6. Die Wechselkurstheorie von Geering 45
§ 7. Die Wechselkurstheorie in der schweizerischen Literatur des XIX. Jahrhunderts 58
§ 8. Die Opposition gegen die Geeringsche Theorie . . . 69
§ 9. Die Schärsche Theorie 96
§ 10. Das XX. Jahrhundert bis zum Kriegsausbruche in der schweizerischen Wechselkursforschung 109
§ 11. Die «Wertübertragungsbilanz einer Volkswirtschaft» von Zollinger und sein Standpunkt in der Wechselkursfrage 111
§ 12. Die Entwicklung der Valuten, insbesondere des Schweizerfrankens, in der Kriegs- und Nachkriegszeit im Lichte schweizerischer Literatur 128
§ 13. Die Zahlungsbilanztheorie 148
§ 14. Die Theorie von Kellenberger 161
§ 15. Schlusswort 169

Literatur.

Baschy, Der Schweizerfranken auf dem Valutenmarkt, 1923.

Bendixen, Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse, (Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 13, 1918).

id. Vom theoretischen Metallismus (Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. F. Bd. 57, 1919).

Blankart, Die Devisenpolitik während des Weltkrieges, 1919.

Bonnet, La question des changes et de la réglementation fiduciaire, (Schweiz. Handelswissenschaftl. Zeitschrift, 1921).

Diehl, Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta, 1918.

Elster, Ueber Zahlungsbilanzen, (Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. F. Bd. 58, 1919).

Fellmeth, Zur Lehre von der internationalen Zahlungsbilanz, 1877.

Fellner, Zahlungsbilanz Ungarns (Wiener staatswissenschaftliche Studien, Bd. VIII, 1908).

Freimann, Handelsstatistik und Wechselkurse, 1899.

Geering, Die Valutafrage, S. A. aus der Neuen Zürcher Zeitung, 8.—21. Juni 1900).

Geering-Hotz, Wirtschaftskunde der Schweiz, 1902—1925.

Goltz, Theorie der Wechselkurse in Deutschland während der Jahre 1914 bis 1920 verglichen mit Goschens Theorie von 1854; (Volkswirtschaftstheoretische Abhandlungen, herausgegeben von Weyermann, Heft 3, 1925).

Goschen, Zur Theorie der fremden Wechselkurse (Ausgewählte Lesestücke, herausgegeben von Diehl und Mombert, Bd. 10, Geld II, 1920).

Grunzel, Der internationale Wirtschaftsverkehr und seine Bilanz, 1895.

Gruntzel, Handels-, Zahlungs- und Wirtschaftsbilanz, 1914.

id. Theorie des zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehrs, 1924.

id. Geldwert und Wechselkurs, 1923.

Gygax, Kritische Betrachtungen über das schweizerische Notenbankwesen mit Beziehung auf den Pariser Wechselkurs, 1901.

Hahn, Handelsbilanz, Zahlungsbilanz, Valuta, Güterpreise. (Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik Bd. 48, 1920/21).

Heyking, Zur Geschichte der Handelsbilanz, 1880.

Horowitz, Die Valutapolitik Englands während des Krieges, 1922.

Hucke, Die Handelsbilanz, 1901.

Hulliger, La Balance de Payements, 1910.

Jaberg, Volksvermögen und Zahlungsbilanz der Schweiz, 1924.

id. Die Stellung der Schweiz zur Währungsfrage und zur Lateinischen Münzunion, 1920.

Jöhr, Die Zukunft der Valuten, 1922.

Just, Die Geldinflation mit besonderer Berücksichtigung der Geldpolitik der Schweiz während des Weltkrieges, 1921.

Kahn, Unsere Valutasorge, 1917.

Kalkmann, Untersuchungen über das Geldwesen der Schweiz und die

Ursachen des hohen Standes der auswärtigen Wechselkurse, 1900.
Kellenberger, Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Krieg und Frieden, 1919.
Landmann, Das Schweizerische Bankgesetz, 1905.
id. Die Prinzipien der Diskontopolitik, 1900.
Liefmann, Die Valutarückgänge im Weltkriege, (Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 12, 1918).
Lippert, Ueber die Vergleichbarkeit der Werte von internat. Warenübertragungen, 1903.
Meyer, Ueber den Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanz und Wechselkurs unter der Berücksichtigung der gegenwärtigen Kriegsverhältnisse, 1916.
Niklisch, Handelsbilanz und Wirtschaftsbilanz, 1903.
Ott, Die Wechselkurse im Kriege, (S. A. aus dem Finanzjahrbuch der Schweiz 1916).
Petritsch, Die Theorie von der sogenannten günstigen und ungünstigen Handelsbilanz, 1902.
Reitler, Devisenverkehr und Devisenpolitik unter besonderer Berücksichtigung der Kriegsereignisse, 1917.
Ruland, Die Handelsbilanz, 1897.
Schär, Umgestaltung der Geld- und Währungsverhältnisse, des zwischenstaatlichen Zahlungsverkehrs und der Wechselkurse durch den Krieg, 1920.
id. Zahlungsbilanz und Diskont, 1908.
Scheel, Die Berechnung der Handelsbilanz, (Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, N. F. Bd. 13, 1889).
Schmidt, Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse, 1922.
Schraut, Die Lehre von den auswärtigen Wechselkursen, 1882.
Soetbeer, Bemerkungen über die Handelsbilanz Deutschlands, (Hirths Annalen des Deutschen Reiches, 1875).
Strahm, Le change et la guerre, 1917.
Vershofen, Nochmals: Handelsbilanz - Zahlungsbilanz - Valuta - Sozialpolitik, Bd. 49, 1922).
Waltershausen, Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande, 1907.
Weill, Ueber Entwertung und Sanierung von Währung und Valuta während des Krieges, 1921.
Zollinger, Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen. Eine Studie über die Zahlungsbilanz und ausländische Kapitalanlage der Schweiz, (Probleme der Weltwirtschaft, herausgegeben von Harms, Bd. 18, 1914).
id. Internationale Wertübertragung und Kapitalanlage im Ausland, ihr Einfluss auf Produktion und Konjunktur. (Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 69, 1913).
Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz, erstattet vom Vororte des schweizerischen Handels- u. Industrievereines, 1878—1924.
Finanzjahrbuch der Schweiz, 1899—1925.
Jahresberichte der Banknotenkontrolle. (Berichte des Bundesrates an die Bundesversammlung über seine Geschäftsführung, 1882—1910).
Jahresberichte der schweizerischen Bankiervereinigung, 1912—1924.
Protokoll der Verhandlungen der vom eidgen. Finanzdepartemente einberufenen Expertenkommission für die Besprechung von Massnahmen zur Hebung der schweizerischen Valuta, 1900.

Monatsberichte der Schweizerischen Bankgesellschaft, 1920—1926.
Monatsberichte des Schweizerischen Bankvereins, 1897—1926.
Monatsbrichte der Schweizerischen Volksbank, 1920—1926.
Monatsbulletins (Effektenkursblätter) der Schweizerischen Kreditanstalt, 1895—1926.
Monatsübersichten der Basler Handelsbank, 1908—1926.
Quartalsberichte (Zirkulare) der A.-G. Leu & Co., 1900—1926.
Publikationen der Basler Handelsbank, 1914—1925.
Publikationen des Schweizerischen Bankvereins, 1913—1921.
Monats-, Jahres- und Geschäftsberichte verschiedener Banken und Handelskammern.
Schweizerische Blätter für Handel- und Industrie (Bulletin Commercial Suisse), 1893—1926.
Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik, 1898—1923.
Zeitschrift für Schweizerische Statistik u. Volkswirtschaft, 1889—1924.
Finanz-Revue, 1921—1925.
Schweizerische Handelszeitung, 1895—1900.
Der Bund.
Neue Zürcher Zeitung.
Handwörterbuch der Schweizerischen Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, herausgegeben von Reichesberg; Artikel : «Banknotenwesen», «Diskontopolitik», «Handelsbilanz», «Handelsstatistik», «Nationalbank», «Währung».

ABSCHNITT I.

Das Wesen der Zahlungsbilanz und die Art ihrer Feststellung.

§ 1. Dogmengeschichtliche Skizze.

Der Begriff der «Zahlungsbilanz» gehört in der nationalökonomischen Literatur zu einem noch vielfach umstrittenen und bevor wir uns für diese oder jene Deutung desselben aussprechen, erscheint uns angezeigt, einen kurzen Rückblick auf dessen Entwicklung zu werfen.

Die Idee einer staatlichen Bilanz gegenüber dem Auslande entstand begreiflicherweise in dem Moment, wo die Entwicklung des Selbstbewusstseins der Staaten so weit gediehen war, dass sie sich als ein einheitliches Ganzes dem Auslande gegenüberstellten, mit ihm in einen Kampf traten, der aus dem Widerstreit der Existenzbedingungen der Staaten entbrannte. Dieser Kampf erfolgte auf zwei Gebieten: dem politischen und dem wirtschaftlichen. Das Resultat des politischen Kampfes musste schliesslich ein Waffenstillstand sein — eine «politische Bilanz» oder politisches Gleichgewicht;[1]) nicht so aber auf dem wirtschaftlichen Gebiete: Hier gibt es ein immerdauerndes Ab und Nieder, Siege und Unterlagen und entsprechend der merkantilistischen Auffassung wurde als das erstrebenswerte Ziel eine Anhäufung von Geld im Lande angesehen.

«Die Feststellung des Erfolges» musste gleichbedeutend sein mit der Feststellung der Vermehrung und der Verminderung des Geldbestandes im Inlande, des Saldos zwischen Geldaus- und Geldeinfuhr.[2]) Hier finden wir also eine Bilanz, die nach Niklisch eine «Geldbilanz» genannt werden kann.

Allerdings finden wir solche Gedanken schon viel früher: So zitiert Heyking[3]) den Bericht des Dogen Moncenigo an den Senat über den Handel Venedigs im Jahre 1421, der eine Art der Zusammenstellung der Geldbilanz der Republik gab. Die Idee, dass das Gedeihen eines Staates durch Zufluss von Edelmetall gefördert wird, nennt Heyking die Idee der «Handelsbilanz in ihrer primi-

[1]) Heyking, «Zur Geschichte der Handelsbilanz», S. 15.
[2]) Niklisch, «Handelsbilanz und Wirtschaftsbilanz», S. 4.
[3]) a. a. O. S. 16.

tivsten Form»; dabei werden auch andere Vorgänge nicht ausser Acht gelassen: So die nach Rom fliessenden kirchlichen Gebühren, Lösegelder für Gefangene in das Ausland gesandt oder von dort empfangen, Geldtribute, also Uebertragungen, die wir heute als «einseitige Wertübertragungen» bezeichnen. Wir können schon früher, in dem oben erwähnten Berichte Moncenigos die Erkenntnis dieser (damals nur noch) Geldübertragungen wahrnehmen. Im Jahre 1613 hat Serra in Neapel die Ursachen des hohen Wechselkurses in den Einkünften, welche die Ausländer aus dem Inlande bezogen, gesucht; Turbolo, der Münzmeister des Königreiches, schrieb das Steigen des Wechselkurses zum Teil den Pensionen der sich auswärts aufhaltenden Privatleute, den Zahlungen an den Heiligen Stuhl etc. zu.[4])

Mit der Ausdehnung des Handels richtete sich die Aufmerksamkeit immer mehr auf den Warenverkehr und so erleben wir die merkwürdige Tatsache, dass der früher breiter angelegte Begriff der Gesamtbilanz der Zahlungen im internationalen Verkehr (Geldbilanz) zusammenschrumpfte zu dem viel engeren Begriff der Handelsbilanz oder, um genauer zu sein, zu demjenigen der «Warenbilanz».

«Aus dieser Verengung des Begriffs nach dem Principe a majore nomen wurde die Gesamtbilanz, die Anfangs alle Zahlungen des internationalen Geldverkehrs umfasst hat, zur Handelsbilanz.»[5])

Schon der Begründer der Handelsbilanztheorie Thomas Mun «weist ausdrücklich nach, dass eine blosse Vergleichung der Einfuhr- und Ausfuhrwerte nicht genüge, da ja für die Bilanz auch die vielen nach Rom gesandten Abgaben, die Schiffbrüche usw. mit in Rechnung gezogen werden müssen; er konstruiert also schon eine Zahlungsbilanz neben der Warenbilanz»;[6]) bei Josias Child werden die Frachtverdienste erwähnt, die Rentenzahlungen Irlands an abwesende Kapitalisten und Grundeigentümer, die die «günstige» Handelsbilanz Irlands als tatsächlich «ungünstig» erscheinen lassen. Bei James Steuart finden wir zum ersten Mal den Ausdruck «Zahlungsbilanz» (Balance of payments) ohne dass der Begriff näher analysiert wird.

Die weitere Entwicklung zeigt uns wieder eine Verfeinerung durch die Ausdehnung des Gesichtskreises — indem man nicht

---

[4]) Kellenberger, «Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Krieg und Frieden», S. 2.

[5]) Heyking, a. a. O. S. 20.

[6]) Grunzel, «Der internationale Wirtschaftsverkehr und seine Bilanz» S. 6.

blos die unmittelbaren, sondern auch die ferneren Wirkungen des internationalen Handels betrachtete.[7]) Im allgemeinen sehen aber die Merkantilisten alle noch das trügerische Bild einer «günstigen» Handelsbilanz vor sich; wenn auch später die Ansicht aufkommt, der Reichtum des Volkes bestehe nicht oder nicht nur in Edelmetall, so bleibt das einzige Mittel den Reichtum zu vermehren die Förderung des Aussenhandels zur Erzielung eines Ausfuhrüberschusses. Erst mit dem Einsetzen der Reaktion gegen die Merkantilisten, mit dem Hervortreten der Physiokraten auf dem Kontinent und der Klassiker in England, erhält die Handelsbilanztheorie eine neue Auslegung. So betont Adam Smith, dass man für die «Balance of Trade» zwischen zwei Ländern kein Kriterium hat; nur die «Balance of the annual produce and consumption» bewirke mit Notwendigkeit die Blüte oder den Verfall einer Nation: bei einem Wirtschaftsverkehr zwischen zwei Ländern gewinnen beide Teile und dieser Gewinn besteht aus dem «exchangeable value of the annual produce of the land and labour of the country».[8]) Es ist somit die «Bilanz der jährlichen Produktion und Konsumation» die mit in Betracht gezogen werden muss, wenn man einen Anhaltspunkt für die Bereicherung oder Verarmung einer Nation haben will. Sie ist aber «ganz verschieden von der Handels- und Zahlungsbilanz»,[9]) denn sie bezieht sich nur auf die Wirtschaftsvorgänge im Inlande; will man aber die Frage der Be- oder Entreicherung einer Nation beantworten, so muss man neben der Bilanz der internationalen Verbindlichkeiten auch die der jährlichen Produktion und Konsumtion beachten; sie beide bilden «die Bilanz der jährlichen Ein- und Ausgänge einer Volkswirtschaft». Nach dieser Auslegung Fellmeths ist also die Smithsche Bilanz eigentlich kein integrierender Teil der internationalen Wertübertragung, sondern ist lediglich derselben koordiniert und bildet mit ihr zusammen einen höhern Begriff. Zollinger[10]) hat die Gedanken Smiths betr. diese Balance of the annual produce and consumption wie folgt weiter ausgedehnt: Smith erwähnt ausdrücklich, dass diese Bilanz zugunsten einer Nation lauten könne, obwohl die Handelsbilanz gewöhnlich für das Land ungünstig sei. Diesen Gedanken muss man sich so ergänzen, dass in irgend einem Lande ein Teil des Ueberschusses der Produktion über die Konsumtion im Auslande angelegt worden ist durch einen Mehrexport von Waren. Dadurch wurde die Handels-

[7]) Ruland, «Die Handelsbilanz» S. 16.
[8]) Grunzel, a. a. O. S. 18.
[9]) Fellmeth, «Zur Lehre von der internationalen Zahlungsbilanz» S. 24.
[10]) «Die Bilanz der internat. Wertübertragungen» S. 16.

bilanz aktiv. Erst später, nachdem ein Fonds im Auslande investiert worden war, begannen zur Bezahlung der Zinsen Waren einzuströmen und einen Ueberschuss zu bilden, der vom Inland nicht bezahlt werden muss.

Besonders die Nachfolger Smiths haben den Begriff der Handelsbilanz zu erweitern gesucht, indem sie darauf hinwiesen, «dass sich aus der Handelbilanz nur ein Teil der internationalen Verbindlichkeiten ergebe», dass «die Handelsbilanz trügerisch sein kann, weil für einen Ausfuhrposten gar kein Gegenwert erworben werde, wie z. B. bei Schiffbruch»[11]). Doch hat sich eine neue Theorie daraus nicht entwickelt; weder List, noch Carey haben etwas anderes im Auge, als die Gegenüberstellung der Warenaus- und Einfuhr, also die Handelsbilanz.

Als erster hat Goschen[12]) die Bilanztheorie auf neue Basis dadurch gestellt, dass er systematisch auch alle diejenigen Vorgänge innerhalb der internationalen Wertübertragungen analysierte, die ausserhalb des Warenverkehrs liegen. Er bildete also einen umfassenderen Begriff, der die Handelsbilanz in sich schloss und für welchen er den Ausdruck «the balance of indebtness» gebrauchte [später von Soetbeer[13]) «Zahlungsbilanz» genannt]. Es ist also eigentlich eine «Verschuldungsbilanz» in dem Sinne, dass sie alle Schulden ungeachtet ihres Ursprunges für einen bestimmten Moment bilanziert und zwar für den ihrer Fälligkeit und, was das Beachtenswerte ist, die Schulden in dem Augenblicke betrachtet, indem sie Zahlungen zur Folge haben. Daraus folgt also, dass für Goschen jeder Wertübertragung an das oder von dem Auslande eine Gegenleistung, der Schuld die Zahlung entspricht. Bei solcher Auffassung der Zahlungsbilanz handelt es sich nur um laufende Geschäfte, liquide Verbindlichkeiten und Forderungen, bei denen also «die dauernden Verbindlichkeiten eines Landes gegenüber einem andern nicht in Betracht gezogen werden, wenigstens nicht vor dem Verfalltermin»[14]) so dass wir hier eine Andeutung für die später ausgebaute Trennung von «Kassabilanz» (Zahlungsbilanz in engerem Sinne) und Forderungsbilanz finden. Nach Goschen nehmen die gegenseitigen Schulden im Augenblicke des Verfalls die Form von Wechseln an, so dass der Wechselkurs der Ausdruck der Verschuldung des Landes ist. Goschen ist einer der

---

[11]) Say, zitiert bei Niklisch, a. a. O. 31.
[12]) «The Theory of the foreign exchanges».
[13]) «Bemerkungen über die Handelsbilanz Deutschlands» in Hirts Annalen des Deutschen Reiches, 1875.
[14]) Goschen, Zur Theorie der Wechselkurse, deutsche Uebersetzung von Prösler in «Ausgewählte Lesestücke zum Studium der polit. Oekonomie», hrg. v. Diehl u. Mombert, Bd. 10, S. 150/51.

ersten und scharfsinnigsten Verteter der sogenannten «Wechselkurstheorie», die auch früher, aber nur bezüglich der Handelsbilanz durch Mun, teilweise Mélon, Schröder und besonders durch die italienischen Merkantilisten Belloni, Galiani und Genovesi verfochten wurde: andere Merkantilisten wandten sich schon frühzeitig dieser Theorie entgegen, so Child, Steuart, Serra. Goschens Ausführungen haben Soetbeer veranlasst, eine Untersuchung über die Handelsbilanz Deutschlands zu veröfentlichen, in welcher er «für die Aufmachung sämtlicher internationalen Werttransaktionen eines Landes, mögen sie Waren- oder Wertpapiere oder neue Schulden usw. betreffen und mag ihre Ursache und Veranlassung sein, welche sie wolle» die Bezeichnung «Zahlungsbilanz» vorschlägt.[15])

Die Zahlungsbilanz Soetbeers wird aufgefasst entweder als ein Ueberbegriff der Handelsbilanz[16]), von andern wieder als eine «Bilanz der sonstigen Wertübertragungen», die der Handelsbilanz bloss koordiniert ist.[17]) Nach der ersten Auffassung ist diese Zahlungsbilanz gleichbedeutend mit der «Wertübertragungsbilanz»; auch fallen hier die Begriffe Zahlungsbilanz und (die später noch zu behandelnde) «Forderungsbilanz» zusammen.

Soetbeer selbst hat ein Schema der internationalen Wertübertragungen aufgestellt, wo er ziemlich detailliert die einzelnen Posten der Zahlungsbilanz aufzählt. Dieses Schema unterscheidet sich nur in wenigen Punkten von allen späteren Einteilungen. Trotzdem wurde es scharf kritisiert, zuerst von Niklisch,[18]) dann auch von Gruntzel,[19]) die Soetbeer eine Vermengung von Stoff, bezw. Art der Uebertragung mit deren Ursachen vorwerfen.

Die weitere Entwicklung des Begriffes finden wir bei Fellmeth.[20]) Seine Zahlungsbilanz ist die Gesamtheit der internationalen Wertübertragungen vermindert um den Warenverkehr oder Handelsbilanz im engeren Sinne, also eine Bilanz der sonstigen Wertübertragungen, die Gruntzel schon bei Soetbeer zu sehen glaubt. «Beide zusammen bilden dann die Bilanz sämtlicher Wertübertragungen», auch «Handelsbilanz in weiterem Sinne», ge-

---

[15]) a. a. O. Zollinger, a. a. O. glaubt, Soetbeer könnte diesen Ausdruck von J. St. Mill übernommen haben, der von einer «balance of payements» in seinen «Principales» spricht, welche Soetbeer in deutscher Sprache herausgegeben hat.

[16]) Niklisch a. a. O. S. 53. Meyer, «Ueber den Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanz und Wechselkursen» S. 2.

[17]) Grunzel a. a. O. S. 21.

[18]) a. a. O. S. 53 ff.

[19]) «Geldwert und Wechselkurs» S. 49.

[20]) «Zur Lehre von der internationalen Zahlungsbilanz».

nannt.» Die Soetbeer'sche Bezeichnung «Zahlungsbilanz» hält Fellmeth für etwas zu eng, da nicht alle Wertübertragungen sich unter den Begriff einer «Zahlung» unterbringen lassen, so beispielsweise das Einwandererver mögen.

Von seinen übrigen Ausführungen sind noch diejenigen betr. den Endeffekt der sämtlichen Wertübertragungen von Belang: Die Zahlungsbilanz ist ihm ein Korrelat zur Warenbilanz und umgekehrt, d. h. eine «passive» Warenbilanz kann durch eine «aktive» Zahlungsbilanz ausgeglichen werden. Je nach der Grösse der «Passivität» oder «Aktivität» der beiden Bilanzen wird das Endresultat — die ganze Wertübertragungsbilanz — aktiv oder passiv, indem beide Grössen entweder gegeneinander wirken, oder auch in gleichem Sinne. Seine Ausführungen gipfeln in dem Satz «dass die Warenbilanz und die Bilanz der nicht durch den Tauschverkehr bewirkten Wertübertragungen einerseits koordinierte Glieder der Bilanz sämtlicher internationlaen Wertübertragungen sind; dass sie aber anderseits nicht bloss nebeneinander liegen, sondern in enger Wechselbeziehung zueinander stehen».[21]) Diese wechselseitige Beziehung wird dadurch erklärt, dass die Zahlungsbilanz die Importfähigkeit des Landes beeinflusst, nach welcher sich offenbar die Warenbilanz richtet; ausserdem werden die Posten der Warenbilanz prolongiert und figurieren dann im nächstfolgenden Zeitabschnitt in der Zahlungsbilanz.

Aehnliche Gedankengänge finden wir bei Schraut,[22]) der zwar das Wort Zahlungsbilanz nicht gebraucht, aber von den «gesamten liquiden gegenseitigen Forderungen und Schulden ohne Rücksicht auf die Art und wirtschaftliche Tragweite» spricht,[23]) also in auffallender Weise sich der Definition Goschens nähert, anderseits auch den Fellmethschen Ausführungen bez. der gegenseitigen Beeinflussung der Warenbilanz und der sonstigen Zahlungsbilanz folgt, indem er eine Kompensation der einem Lande obliegenden Zahlungen durch eine vergrösserte Warenausfuhr für möglich hält; umgekehrt können Länder, die solche Zahlungen vom Auslande erwarten, bis zum Betrage dieses Einkommens an Waren mehr einführen als ausführen.

Mit Fellmeth stimmt auch Scheel[24]) überein, der ein Schema aufstellt, das den bisherigen Untersuchungen entspricht. Er führt

---

[21]) a. a. O. S. 32.
[22]) «Die Lehre von den auswärtigen Wechselkursen».
[23]) a. a. O. S. 15.
[24]) Artikel «Handelsbilanz» im «Handwörterbuch der Staatswissenschaften», IV. Auflage. «Die Berechnung der Handelsbilanz», im Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, Bd. 13, 1889. S. 983 ff.

aber ausser der Handels- und Zahlungsbilanz noch eine «Bilanz der bestehenden Schuldverbindlichkeiten» an, wodurch er andeutet, «dass es auch noch Verbindlichkeiten gibt, die nicht in der Zahlungsbilanz enthalten sind.»[25])

In Scheel haben wir den Uebergang zum nächsten Theoretiker der Zahlungsbilanzidee Gruntzel. Obwohl schon Goschens Nachfolger — Soetbeer und Fellmeth — den Goschenschen Begriff erweitert haben, umfasst auch ihre Zahlungsbilanz nur die Formen des Waren- und Zahlungsverkehrs; der internationale Wirtschaftsverkehr vollzieht sich aber nicht immer nur in diesen Formen. In Anbetracht dessen hat Gruntzel den Begriff der «Wirtschaftsbilanz» aufgestellt.[26]) Die Theoretiker, welche Goschens Ansichten übernommen haben, haben nur die Sachen oder Sachgüter, allenfalls noch die Arbeitsleistungen, als international übertragbar erachtet. Dies gilt aber, nach Gruntzel,[27]) nur für die Einzelwirtschaft; sobald aber von einem gemeinwirtschaftlichen Subjekte die Rede ist, kann auch die Gesamtheit der Arbeitsleistungen, die Arbeitskraft «infolge ihrer Kohärenz mit der Persönlichkeit als übertragbares, immaterielles Gut vorkommen» und schliesslich muss auch die Möglichkeit der Uebertragung von Verhältnissen zu Personen oder Sachen zugegeben werden. Daraus ergibt sich die neuartige Aufstellung der internationalen Wertübertragungen, welche im Wesentlichen dadurch ausgezeichnet ist,[28]) dass sie einerseits die zweiseitigen von den einseitigen Uebertragungen trennt, anderseits innerhalb dieser wieder die materiellen Güter von den immateriellen scheidet. Der Begriff der Handels- und Zahlungsbilanz, erweitert zu dem der Wirtschaftsbilanz, erfährt noch eine weitere Einteilung in eine innere und eine äussere Wirtschaftsbilanz. Den grössten Nachdruck legt Gruntzel darauf, dass «die verschiedenen Ein- und Ausgänge an den wirtschaftlichen Gütern nicht direkt untereinander kommunizieren, sondern durch die innere Güterbewegung miteinander verbunden sind — die äussere Wirtschaftsbilanz ist somit ein Korrelat der innern.»[29])

Somit ist die Smithsche «Bilanz der Produktion und Konsumtion», welche er dem einen Teil der äusseren Wirtschaftsbilanz — der Warenbilanz — gegenüberstellte, in eine logische Verbindung zum gesamten äusseren Wirtschaftsverkehr gebracht. Bemerkens-

---

[25]) Niklisch, a. a. O. S. 59.
[26]) «Der internationale Wirtschaftsverkehr und seine Bilanz».
[27]) a. a. O. S. 22 ff.
[28]) Allerdings schon bei Knies («Geld und Kredit») teilweise enthalten, wie Gruntzel selbst bemerkt.
[29]) Gruntzel, a. a. O. S. 169.

wert sind weiter die Ausführungen Gruntzels betr. den «speziellen, nationalen oder volkswirtschaftlichen Tauschwert», welcher dann in Rechnung zu ziehen ist, wenn wir die Güterübertragungen zwischen Einzelwirtschaften betrachten und den «allgemeinen, internationalen oder weltwirschaftlichen Tauschwert», welcher dann sich ausbildet, wenn im Weltwirtschaftsverkehr einzelne Wirtschaftsgebiete miteinander in Beziehungen treten. Im ersten Fall gelangt man vom Standpunkte der Volkswirtschaft zur äusseren Wirtschaftsbilanz, im zweiten vom Standpunkte der Weltwirtschaft zur «internationalen Wirtschaftsbilanz». Durch diese Trennung kann die merkantilistische Auffassung, dass ein Land durch den Handelsverkehr immer nur gewinnen kann, leicht begriffen werden: Vom Standpunkt der internationalen Bilanz ist es ganz richtig, denn bei gleichbleibendem Tauschwert kann das eine Land nur so viel bekommen, als ein anderes hergegeben hat. Auch die Smithsche Behauptung, dass bei jeder internationalen Transaktion beide Länder gleichviel oder doch nahezu gleichviel gewinnen, wird uns verständlich, wenn wir sie vom Standpunkte der äusseren Wirtschaftsbilanz betrachten: Beide Länder legen dem betr. Gut einen speziellen Wert bei, der höher ist als der allgemeine Tauschwert und so bedeutet die Transaktion beiderseitigen Gewinn, freilich nur in speziellen Tauschwerten.

Die von Gruntzel eingeleitete Weiterausbreitung des Begriffes Zahlungsbilanz findet sich fortgesetzt bei Niklisch,[30]) der, wie er im Vorworte betont, den Wunsch hatte, «auf dem Grunde der Wirtschaftsbilanz weiter zu bauen». Bemerkenswert ist, dass er eine Art buchhalterische Darstellung für das Resultat einer Periode der Volkswirtschaft geben wollte, also einerseits sich der von Soetbeer angewandten Methode[31]) bedienen wollte und anderseits vielleicht die Anregung für die Schärsche Methode (s. § 9) gab.

Seine Grundgedanken lassen sich folgendermassen charakterisieren: Die Ergänzung der Handelsbilanz durch eine Reihe von Einzelbilanzen zu einer Zahlungsbilanz im weiteren Sinne sei unlogisch, denn die Handelsbilanz und die Einzelbilanzen lassen sich nicht gegenüberstellen, denn sie lassen sich nicht unterscheiden: Alle Wertbewegungen sind Warenwertbewegungen, daher gehören diejenigen von ihnen, die den Einzelbilanzen zu Grunde liegen, auch in die Handelsbilanz. Er schlägt eine Dreiteilung vor: Austausch-, Zahlungs- und Kreditbilanz.

---

[30]) a. a. O.

[31]) Soetbeers Artikel in der «Neuen Freien Presse» 1875, «Die Handelsbilanz».

Es ist schwer eine zusammenfassende Formel für die Bedeutung der Zahlungsbilanz bei Niklisch herauszufinden. Es scheint, dass die Zahlungsbilanz hier dasjenige ist, was man später (Schär) als «Kassabilanz» bezeichnete: Sie enthält nur die jeweils in der Bilanzperiode fällig gewordenen und bezahlten Verpflichtungen, ohne Rücksicht auf die Art ihrer Entstehung. Während aber die spätere Literatur die Kassabilanz als einen Teil der Forderungsbilanz ansieht, ist die Forderungs- (-Kredit) bilanz bei Niklisch kein Ueberbegriff für die Kassa- (-Zahlung) bilanz, denn die Zahlungsbilanz enthält hier auch Elemente, die in der Forderungsbilanz gar nicht zu erscheinen brauchen — das sind alle Verbindlichkeiten, die ausserhalb der Warenbewegung entstanden sind und die innerhalb der Abschlussperiode getilgt werden, und ausserdem auch diejenigen aus der Austauschbilanz, die ausserhalb der Austauschperiode zur Tilgung gelangten.

Die von Gruntzel und Niklisch eingeführte Wirtschaftsbilanz hat mehreren Nationalökonomen Anlass gegeben sich damit zu beschäftigen. Hier seien nur die Ausführungen Fellners[32]) und Zollingers,[33]) welche beide gegen diese Einteilung eintreten, erwähnt. Fellner nennt die Detaillierung des Begriffs der Wirtschaftsbilanz zwecklos: Nach Gruntzel sind die innere und äussere Wirtschaftsbilanz so innig verbunden, dass die Höhe des Volkseinkommens sich erst aus der Betrachtung beider ergibt: ist es so, dann deckt aber die Veränderung der Höhe dieses Einkommens den Inhalt dieses Begriffes: Wenn ein Volk mehr konsumiert hat als produziert, so hat es sich den Mehrkonsum aus dem Auslande verschafft, ist also mit dem Betrage verschuldet. In dem Begriffe des Volkseinkommens erscheint das Ergebnis der inländischen Produktion und des ausländischen Verkehrs vereinigt. Zollinger bekämpft die Ansichten Gruntzels von einem anderen Standpunkte aus: Während Gruntzel und Niklisch «in einem aktiven Saldo der Zahlungsbilanz einen Vermögenszuwachs und in einem passiven eine Verminderung des Volksvermögens» sehen, handelt es «sich nur um die Verlegung eines Teiles des Volksvermögens ins Ausland, resp. vom Ausland ins Inland», weil dort ein grösserer Produktionserfolg erwartet wird. Wie dann das Resultat dieser Kreditierung ausfällt, kann nicht im vornherein beurteilt werden: Es kommt auf «die wirtschaftliche Verwendung des gewährten Kredites an, darum kann die Zahlungsbilanz nur in Verbindung mit der Wirtschaftsbilanz beurteilt werden» — er

[32]) «Die Zahlungsbilanz Ungarns» S. 7.
[33]) a. a. O. S. 19.

schlägt also eine ganz neue Brücke zwischen der Wirtschafts und der Zahlungsbilanz.

Schon bei Niklisch bemerkten wir eine, wenn auch nicht ganz scharfe, Trennung zwischen der Forderungs- und Zahlungs- (Kassa) Bilanz. Erst bei Sartorius v. Waltershausen[34]) finden wir diese Trennung konsequent durchgeführt und die bezüglichen Begriffe scharf abgegrenzt. Die Forderungs- oder Verpflichtungsbilanz zeigt den Saldo der zwischen Inland und Ausland bestehenden gegenseitigen Forderungen und Schulden an, während die Zahlungsbilanz «die Gegenüberstellung fälliger, in Geld zahlbarer und beanspruchter Forderungen ist».[35]) Das Verhältnis zwischen diesen zwei Bilanzen ist nicht so einfach, wie es früher angenommen wurde: Denn nicht jeder fälligen Forderung entspricht eine Zahlung, die fälligen Summen werden nicht in Geld beansprucht, sondern bleiben z. B. dauernd als Guthaben stehen. Man kann sich sogar vorstellen, dass die Verschuldung eines Landes wächst, die Zahlungsbilanz aber günstig bleibt: Ein Land kann grosse Forderungen aus Warenexporten besitzen; jetzt nimmt aber sein Schuldnerland, welches diese Forderungen nicht ausgleicht, noch eine Anleihe im Gläubigerlande auf, die dem Schuldner in Monatsraten einbezahlt werden muss; die Zahlungsbilanz ist zugunsten des Schuldnerlandes, obwohl es verschuldet ist. Aber auch umgekehrt können die Dinge liegen, so dass eine aktive Forderungsbilanz eine aktive Zahlungsbilanz bedingt, was früher vielleicht der Hauptfall war. Die Forderungsbilanz umfasst aber nicht alle internationalen Wertübertragungen: sie umfasst nur die Forderungen, welche irgendwie und irgendwann ausgeglichen werden müssen, ausserdem gibt es aber noch «persönliche Uebertragungen» (so die Waren, Gegenstände, Münzen, die im Geschäfts-, Vergnügungs- und Wanderverkehr mitgenommen werden) und «Uebertragungen aus politischen Vorgängen» Kriegsbeuten, Kriegsverluste, Armeeausgaben im feindlichen Land etc.): Diese beiden Kategorien bedeuten eine «abgeschlossene Bereicherung»[36]). Fasse man «alle diejenigen in den internationalen Verkehr eingehenden Werte, welche sich als Forderungen charakterisieren lassen» und die persönlichen und politischen Uebertragungen zusammen, so gelange man zu dem Begriff der «allgemeinen internationalen Weltverkehrsbilanz». Waltershausen untersucht dann das Verhältnis der Handelsbilanz zur Zahlungsbilanz und stellt fest, dass die Warenbewegungen noch keineswegs

---

[34]) «Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande».
[35]) a. a. O. S. 75.
[36]) a. a. O. S. 73.

die Zahlungsbilanz berühren: Denn die Guthaben aus Warensendungen können im Auslande verzinslich stehen bleiben; anderseits geben die Zahlen der Handelsbilanz nicht immer nur die Vorgänge des auswärtigen Handels wider: Waren können gesandt werden als Zahlungen für alle Arten von Forderungen, die die Forderungsbilanz umfasst. Alle drei Bilanzen greifen somit in mannigfacher Weise ineinander.

Der Gedanke der Trennung der Forderungsbilanz von der Zahlungsbilanz fasst allmählich Fuss in der nationalökonomischen Literatur. Besonders viel hat sich der Schweizer Schär damit beschäftigt, dessen Werk «Zahlungsbilanz und Diskont» uns später noch eingehender beschäftigen wird. Hier sei nur auf seine Ansichten bez. der obenerwähnten Trennung eingegangen.

Diese Trennung war durchaus nicht neu, wir haben gesehen, dass schon bei Goschen Andeutungen darüber vorhanden sind. Später haben Niklisch und speziell Waltershausen diesen Gedanken ausgebaut. Bei Schär zerfällt die Zahlungsbilanz in weiterem Sinne, die er als eine kontenmässige Gegenüberstellung von Forderungen und Schulden an das Ausland betrachtet, in zwei Teile: «Einen Teil, der an jedem Tag fällig wird und auch an diesem Tag zur Zahlung bezw. zur Kompensation» gelangt — das ist die «Kassabilanz» oder Zahlungsbilanz im engeren Sinne, hinter diesem Teil «steht der unausgeglichene Teil der wechselseitigen Schulden und Forderungen» — die «Forderungsbilanz».[37]) Die Kassabilanz ist von dauernden Momenten, aber auch von Zufälligkeiten abhängig und muss während einer grösseren Zeitstrecke betrachtet werden um ein richtiges Bild zu geben.[38]) Die Forderungsbilanz ist typisch für eine Kreditwirtschaft, wo der Saldo, der sich für ein Land aus der Summe seiner Schuld- und Forderungsverhältnisse ergibt, nicht täglich bezw. sofort bei seiner Entstehung oder Fälligkeit ausgeglichen wird. Bezüglich des Verhältnisses der beiden Bilanzen zueinander folgt Schär den Gedanken Waltershausens. Der wirkliche Zahlungsverkehr — die Kassabilanz — gibt noch kein oder sogar ein entgegengesetztes Bild der Schuld- und Forderungsverhältnisse. Aus einer periodisch passiven Zahlungsbilanz kann noch nicht der Schluss auf eine Verschuldung des Landes gezogen werden. Da aber die Schulden doch einmal bezahlt werden müssen, so hat eine dauernd passive Forderungsbilanz eine passive Zahlungsbilanz zur Folge; nur

---

[37]) Irreführend und unnötig ist seine Unterordnung der Forderungsbilanz unter die Zahlugsbilanz: «Diesen Teil der Zahlungsbilanz kann man als Forderungsbilanz bezeichnen». (S. 31).

[38]) Vergl. auch Waltershausen, a. a. O. S. 76.

insoweit können wir aus der Zahlungsbilanz im engeren Sinne auch auf die Forderungsbilanz schliessen. Gelingt es also, für einen längeren Zeitraum die sich vollziehenden Zahlungen festzustellen, so hat man auch ein Mittel erhalten, um die Forderungsbilanz zu beurteilen. Aber es ist «undenkbar die Zahlungsbilanz postenmässig zu ermitteln»,[39]) denn die Zahlungen vollziehen sich in einer so «anarchistischen Zersplitterung», dass die Erfassung aller Zahlungspositionen ganz unmöglich ist. Es ist also notwendig einen Masstab für die Zahlungsbilanz zu finden, der uns den Saldo angibt. Solchen Masstab glaubt Schär in den Wechselkursen gefunden zu haben, teilweise auch im Diskont.[40]) Was den Inhalt der Zahlungsbilanz anbetrifft, so gruppiert Schär alle Posten in drei Teile: Der erste umfasst alle «Zahlungsbewegungen, welche sich auf den laufenden wirtschaftlichen Betrieb beziehen»:[41]) hierher gehören der Warenverkehr, die Erträgnisse der internationalen Unternehmungen, die Wanderungen und die Zinsen. Der zweite Teil umfasst die «temporären Kapitalwanderungen», durch welche entweder der unausgeglichene Saldo des ersten Teiles gedeckt wird oder sind es selbständige Geschäftsoperationen, so alle Transaktionen, die das «Weltgeldreservoir» in Anspruch nehmen durch Flüssigmachung von Auslandsanlagen, Inanspruchnahme des ausländischen Kredits oder Bargeldeinfuhr; schliesslich dienen diese Kapitalwanderungen auch der Ausgleichung des Saldos des dritten Teiles, so dass «das Ganze der Zahlungsbilanz in diesem zweiten Teile zum Ausdruck kommt, die Aktivität oder Passivität sich wiederspiegelt».[42]) Der dritte Teil sind die dauernden Kapitalwanderungen. Durch sie werden die dauernden Verschuldungen konsolidiert in Form von festen verzinslichen ausländischen Anleihen, zu deren Deckung sich gerade der Aktivsaldo, den das Ausland vom Inland zu fordern hat, am besten eignet. Hierher gehören unter anderem An- und Verkauf von Wertpapieren, Gründung von internationalen Unternehmungen etc.

Obwohl Schärs Ausführungen zur Klärung der beiden Begriffe und besonders ihrer Beziehungen zueinander viel beigetragen haben, bedeuten manche seiner Ansichten doch eine Verengung der schon ausgebildeten Begriffe: Seine Zahlungsbilanz ist in Wirklichkeit nur eine «Bilanz der Zahlungen» zwischen zwei Ländern.[43])

---

[39]) a. a. O. S. 15.
[40]) Darüber sprechen wir ausführlich im § 9.
[41]) a. a. O. S. 16.
[42]) a. a. O. S. 28.
[43]) Vergl. Meyer «Ueber den Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanz und Wechselkurse» S. 10.

Ganz neue Gesichtspunkte bringt Zollinger[44]) in die Materie. Er beschäftigt sich zunächst mit der Frage, welche Vorgänge als internationale Wertübertragungen angesehen werden können und geht von der Trennung zwischen «subjektivem Kapital» und «Sozialkapital» aus, die schon von Rau, Wagner und Rodbertus befürwortet wurde. Diejenigen internationalen Wirtschaftsbeziehungen, welche im Auslande für die heimische Volkswirtschaft ein Forderungs- oder Schuldverhältnis zu begründen vermögen, sind «Wertübertragungen». Nur die Uebertragungen von Sozialkapital an eine Volkswirtschaft begründen für die eigene eine Forderung, daher sind Uebertragungen von Privatkapital keine internationalen Wertübertragungen, denn sie begründen Forderungen nur für das einzelne Wirtschaftssubjekt, nicht aber für die Volkswirtschaft. Zum Sozialkapital gehören Waren, Edelmetalle, immaterielle Güter (z. B. Patente), nicht aber Forderungspapiere, die nur Kreditregulierungsmittel sind und die nur eine Kapitalanlage im Auslande bilden: Das zur Wertübertragung geeignete Vermögen wird abgetreten, um dagegen Herrschaft über Forderungsrechte zu gewinnen. Die Vorgänge der Kapitalanlage sind also sekundärer Natur, sie beziehen sich lediglich auf die Anlage von Forderungen, die aus der Wertübertragung hervorgehen.

Doch ist internationale Wertübertragung noch nicht identisch mit Uebertragung von Sozialkapital, sondern der Begriff ist breiter: Er umfasst noch (in aktiver Richtung) die Arbeitsleistungen für Rechnung des Auslandes, die einseitigen Wertübertragungen (infolge Ein- und Auswanderung, Erbschaften, Schenkungen, Mitgifte etc.) und schliesslich «auf Kapital und Arbeit beruhende Wertübertragungen» (Vermögenszuwachs aus Kapitalanlagen im Auslande, Wertzuwachs und Spekulation).

Diese vier Kategorien, gegenübergestellt in aktiver und passiver Richtung, zeigen an, um wieviel am Ende der Periode die Forderungen oder Schulden an das Ausland zu- oder abgenommen haben. «Diese internationale Abrechnung der im Laufe einer Periode entstandenen Schulden und Forderungen nennt man die Zahlungsbilanz». Offensichtlich versteht Zollinger unter Zahlungsbilanz das, was wir schon als Forderungsbilanz kennengelernt haben.

Praktisch betrachtet, besteht das neue dieser Theorie darin, dass man die Vorgänge der Kapitalanlage im Auslande keineswegs in die Zahlungsbilanz aufnehmen darf; sie müssen nur bekannt

[44]) «Internationale Wertübertragung und Kapitalanlage im Ausland». Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Jahrg. 69, 1913.

sein, weil diese Anlagen, die zumeist Zinsen und sonstige Erträge abwerfen, durch solche Vermögensveränderungen die Zahlungsbilanz beeinflussen. Der Erwerb von allen Objekten der Kapitalanlagen bedeutet also keineswegs eine Wertübertragung an das Ausland, denn dieser Erwerb schafft keine Forderung, da Forderungen und Schulden Vermögen sind, welches einem anderen auf Kredit hingegeben oder empfangen wurde. Forderungen und Schulden können nur durch Abtretung von Produktionsfaktoren, d. h. von Teilen des Vermögens geschaffen werden. Durch diese Verlegung des Teiles des Volksvermögens ins Ausland können die Veränderungen des Volksvermögens keineswegs zum vornherein beurteilt werden. Ein passiver Saldo der Zahlungsbilanz sagt nur, dass man im Lande selbst zu wenig Kapital hat, um die beabsichtigte Produktion zu günstigen Bedingungen ausführen zu können und dass man sich deshalb an das Ausland wandte, um von ihm die fehlenden Produktionsmittel zu borgen. Das Endresultat dieser Operation kann nur im Verein mit der inneren wirtschaftlichen Tätigkeit — «der Wirtschaftsbilanz» — beurteilt werden. Dieselben Gedanken entwickelte er in seiner Schrift «Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen».[45]) Einige Ergänzungen zur Begriffslehre werden hier vorgenommen, indem darauf hingewiesen wird, dass der Saldo der Schulden und Berechtigungen schliesslich durch Wertübertragungen ausgeglichen wird, so dass sich dann alles kompensieren muss. Würde die Zahlungsbilanz ausser den Wertübertragungen auch den damit verbundenen Kredit (d. h. nicht ausgeglichene Schulden und Berechtigungen) enthalten, so würde ihr Saldo gleich Null sein. Eben um den Saldo der Schulden und Forderungen zu ermitteln, nehmen wir nur die Wertübertragungen in die Zahlungsbilanz auf. Dieser Saldo zeigt dann wie viel Kredit vom Auslande beansprucht, resp. gewährt wurde. Weiterhin erhalten wir manche Vergleichspunkte zur Beurteilung der Stellung Zollingers zu andern Zahlungsbilanztheoretikern. So z. B. zu Schär, der bei der Aufstellung der Zahlungsbilanz privatwirtschaftliche Methoden anwendet,[46]) die Zahlungsbilanz als ein Kontokorrent der Beziehungen zwischen Ausland und Inland ansieht. Auch Zollinger sagt, die «Zahlungsbilanz ist lediglich ein Kontokorrent, welches das Schuld- oder Forderungsverhältnis des Inlandes gegenüber dem Auslande darstellt.»[47]) Doch besteht ein grundsätzlicher

[45]) Bd. 18 der «Probleme der Weltwirtschaft», herausgegeben von Harms.

[46]) «Zahlungsbilanz und Diskont» S. 15.

[47]) Zollinger, «Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen» S. 1.

Unterschied zwischen beiden Auffassungen, der darauf begründet ist, dass Schär in seine Zahlungsbilanz auch die «Kapitalanlagen» im Sinne Zollingers, also Wertpapiere etc. aufnimmt. Daraus ergibt sich, dass bei Schär die Zahlungsbilanz genau so wie die privatwirtschaftliche Buchhaltung nicht nur die Leistungen die an Zahlungsstatt, sondern auch diejenigen, die zahlungshalber entgegengenommen werden, verbucht. Daher wird sie für einen Posten Ware, bezogen vom Auslande und bezahlt mit Effekten, eine Kompensation von Schuld und Forderung aufweisen. Dagegen bucht die Zahlungsbilanz Zollingers nur Regulierungen, die von einzelnen Subjekten zahlungshalber empfangen werden, sie wird also im genannten Beispiel nur die aus dem Warenbezug resultierende Schuld verbuchen. Diese Schuld wird solange verzinst, bis sie durch eine Wertübertragung getilgt wird, die Effektensendung ist aber, wie wir oben gesehen haben, keine Wertübertragung, sondern eine Kapitalanlage und kann weder eine Forderung schaffen, noch eine Schuld tilgen.

Selbstverständlich steht Zollinger im Gegensatz zu allen, die im Saldo der Zahlungsbilanz den Ausdruck der wirtschaftlichen Lage des Landes sehen wollen. Für ihn gibt es keine «günstige» oder «ungünstige» Zahlungsbilanz; diese Folgerung ergibt sich von selbst aus seiner Grundauffassung des Saldos der Zahlungsbilanz. Zur Systematik der internationalen Bilanzen gibt er ein Schema der Wirtschaftsbilanz,[48]) welches zeigen soll, wie die Zahlungsbilanz sich in die Wirtschaftsbilanz einfügt. Die Wirtschaftsbilanz ist eine Art Inventar des inländischen Volksvermögens, das am Anfang und am Ende der Betrachtungsperiode aufgenommen wird: Das Anfangsinventar bildet das Aktivum der Wirtschaftsbilanz, das Schlussinventar das Passivum; dazu wird der Saldo der Zahlungsbilanz zugeschlagen, je nach seiner Art auf die Aktiv- bezw. Passivseite, somit wird das Resultat der Aenderung des Volksvermögens im Inlande durch seine Veränderungen aus dem internationalen Verkehr ergänzt. Erst dadurch erhalten wir den Saldo, der uns die Vermögensab- oder Zunahme anzeigt. Da aber die Endaufstellung einer Wirtschaftsbilanz undenkbar ist, so ergibt sich aus diesen Ausführungen nur eine Richtschnur bei den Betrachtungen der Ergebnisse der Zahlungsbilanz: Deren Faktoren dürfen nie isoliert betrachtet werden, sondern als «organische Glieder des ganzen Wirtschaftslebens».

Die von Fellner, Waltershausen und Schär befürwortete Trennung der Zahlungsbilanz im weiteren Sinne in eine Forderungsbilanz und eine Zahlungsbilanz im engeren Sinne (Kassabilanz)

[48]) a. a. O. S. 13.

hält er für unnötig und unlogisch: «Denn in der Zahlungsbilanz figurieren überhaupt nur fällige Posten, oder solche, über deren Gegenwert sofort verfügt werden kann: es betrifft dies auch Warensendungen. Der Wert der Faktura ist oft erst nach einigen Monaten fällig, hingegen kann man schon vorher trassieren und den Wechsel weitergeben.»[49]) Der Begriff der Kassabilanz ist also im Begriffe der Zahlungsbilanz schon enthalten. Unlogisch werde diese Einteilung, wenn man die Einwirkung der beiden Bilanzen auf den Wechselkurs bedenkt: Denn der Wechselkurs ist ja nicht nur von der Zahlungsbilanz im engeren Sinne abhängig, sondern auch von der zukünftigen, d. h. von der Forderungsbilanz.

Die Ausführungen Zollingers entbehren nicht eines gewissen bezwingenden Scharfsinns, werden jedoch bekämpft, indem seine grundsätzliche Auffassung der «Wertübertragungen» und der «Kapitalanlagen» als falsch erklärt wird. Besonders bemüht sich Gruntzel zu beweisen, dass auch die internationale Uebertragung von Wertpapieren eine Wertübertragung ist. Denn, sagt er, wenn z. B. ein Land im Anderen Renten emittiert, so schickt es Effekten und erhält Ware, wenn es aber später einen Betrag Renten im Erbschaftswege zurückerhält, so gehen Effekten ohne Aequivalent in Waren aus, müssen daher zu den internationalen Wertübertragungen gezählt werden.[50]) «Durch eine zwischenstaatliche Uebertragung der Wertpapiere ohne gleichzeitige Verschiebung des haftenden Sachkapitals findet eine Mehrung oder Minderung des Volksvermögens statt, die Uebertragungen von Wertpapieren haben auch Zahlungen zur Folge, die sich in der Zahlungsbilanz mit denen aus dem Warenhandel und aus anderen Uebertragungen vereinigen.»[51])

Dagegen ist Schmidt mit Zollinger grundsätzlich einverstanden. Doch nimmt er solche «zweiseitige» (d. h. gleichzeitig Schuld- und Forderungsverhältnisse begründende) Geschäfte in seine Forderungsbilanzen auf, und zwar aus dem Grunde, weil die Fälligkeitstermine der Schulden und der Forderungen fast immer auseinander fallen; das lasse Zollinger ausser Betracht, das ist aber unbedingt zu berücksichtigen, wenn man die Wechselkurse verstehen will.[52])

Die Ansichten, welche Gruntzel in seiner bereits erwähnten Schrift «Der internationale Wirtschaftsverkehr und seine Bilanz»

---

[49]) a. a. O. S. 29/30.
[50]) Gruntzel, «Handels-, Zahlungs- und Wirtschaftsbilanz» S. 58.
[51]) a. a. O. S. 20 ff.
[52]) Schmidt, «Der internationale Zahlungsverkehr und Wechselkurse» S. 3/4. Wir kommen später auf diesen Einwand noch zurück. (Vergl. unten S. 156 ff.)

vertreten hat, finden sich mehr detailliert und präzisiert in seinem Buche «Handels-, Zahlungs- und Wirtschaftsbilanz». Der Begriff der Wirtschaftsbilanz erfährt hier eine weitgehende Zerlegung; in grossen Zügen können wir folgendes festhalten: Die «Aeussere Wirtschaftsbilanz» ist «die Gegenüberstellung aller materiellen und immateriellen Wertübertragungen eines Landes gegenüber dem Auslande innerhalb einer Periode.» Sie zerfällt in die Handelsbilanz, deren charakteristisches Merkmal darin besteht, dass die Kompensation von Waren gegen Waren innerhalb derselben Periode erfolgt, und in die Zahlungsbilanz, die eine Gegenüberstellung der Wertübertragungen materieller Natur, die ausserhalb des Warenaustausches erfolgten, darstellt. Der dritte Teil der äusseren Wirtschaftsbilanz ist der Rest, welcher aus Uebertragungen von immateriellen Gütern (Dienstleistungen, Rechten, Verhältnissen) gedeckt wird; sie kommen auch in der Zahlungsbilanz zur Geltung, sofern sie mit materiellen Gütern bezahlt werden. Ausserdem besteht noch eine «äussere Forderungsbilanz»: Sie enthält nur Schulden und Forderungen, diese sind aber nicht die Grundlage der Zahlungsbilanz: es gibt im zwischenstaatlichen Verkehr sichtbare Wertübertragungen, die keine Schuld begründen (einseitige Wertübertragungen) oder die durch einen unsichtbaren Wert kompensiert werden (z. B. durch Vermittler- und Frachtdienste). Der Begriff der internationalen Wertübertragungen ist also breiter, als derjenige der Forderungen und Schulden. Die letzteren gehören in eine Vermögensbilanz, da sie aktive und passive Vermögensbestandteile bilden. Sie bedingen zwar Zahlungen, aber auf die Aktivität oder Passivität des Wirtschaftsverkehrs mit dem Auslande kann man aus diesen Zahlungen nur bei längerer Dauer der Betrachtung schliessen.

Betrachten wir diese Bilanz näher und ziehen wir Vergleiche zu anderen uns bekannten Begriffen, so kommen wir zur Ueberzeugung, dass es sich zwar um prinzipielle Verschiedenheiten in den Auffassungen handelt, dass aber anderseits oft nur Wortverwechslungen vorliegen oder nur eine andere Gruppierung derselben Vorgänge stattfindet. Vergleichen wir beispielsweise Gruntzels Begriffslehre und seine Einteilungen mit denjenigen von Schär, Waltershausen und speziell Zollinger: Die äussere Forderungsbilanz» Gruntzels ist ihrer Definition nach mit der Forderungsbilanz der genannten Autoren identisch.[55]) Der grosse Unterschied beruht wesentlich darauf, dass diejenige von Gruntzel

[55]) Zollinger spricht zwar von einer «Zahlungsbilanz», gibt aber selbst zu, dass es sich eigentlich um eine Schuld- und Forderungsbilanz handle. (a. a. O. S. 8).

ganz abseits der internationalen Wertübertragungen steht, während sie bei den Anderen diese Uebertragungen in sich schliesst. Bei Gruntzel sind sie in der «äussern Wirtschaftsbilanz» vereinigt, die sich also im wesentlichen ihrem Inhalte nach mit der Forderungs(Zahlungs)bilanz von Zollinger deckt. Von dem Schärschen Schema unterscheidet sich dasjenige von Gruntzel nur durch das Einteilungsprinzip.

So weit stand die Forschung, als der Krieg ausbrach. Dessen Einfluss auf die Weiterentwicklung der bezüglichen Anschauungen war ein zweifacher: Die Zerstörung der interstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen und die Verkehrsunterbrechung auf allen Gebieten des menschlichen Zusammenlebens, verbunden mit der lähmenden Wirkung auf die wissenschaftliche Forschung, wirkte im Sinne der Stillegung der wissenschaftlichen Arbeit. Waren doch die Verhältnisse zu labil und, wie es schien, nur von vorübergehender Natur, um auf diesem Boden irgendwelche feste Schlüsse zu ziehen. Gerade diese Kriegsverhältnisse zeitigten aber eine Erscheinung, die dazu beigetragen hat, dass die Frage der internationalen Bilanzen wieder auf die Tagesordnung kam: Das waren die Veränderungen der intervalutarischen Kurse. Besonders in Deutschland, welches mit steigender Besorgnis das Emporschnellen der fremden Wechselkurse beobachtete, entbrannte eine lebhafte Polemik über deren Ursachen; die alte «Zahlungsbilanztheorie» wurde wieder als Argument ins Treffen geschickt, aber heftiger denn je von vielen Seiten angegriffen.[54]) Es waren jetzt meistens Geld- und Währungstheoretiker, die sich mit dieser Frage beschäftigen (Cassel, Bendixen, Liefmann, Diehl, Heyn, Elster). Was uns in diesem Zusammenhange interessiert, ist die Tatsache, dass über das Wesen der internationalen Bilanzen in der ganzen Polemik sehr wenig Worte verloren wurden. Es wurde allgemein von einer «Zahlungsbilanz» und einer «Forderungsbilanz» gesprochen, ohne sich weiter darüber auszulassen, was eigentlich darunter zu verstehen sei. Und doch war es gerade dieser Punkt vielleicht, der am meisten einer präzisen Stellungnahme bedurfte, hing doch von ihr oft die Schlussfolgerung ab.

Im grossen und ganzen können wir sagen, dass die Entwicklung der Begriffslehre nicht nur einen Stillstand erlebte, sondern sogar zurückfiel: Die ausgebildeten und feindurchdachten Ausführungen der Theoretiker der Vorkriegszeit wurden nicht beachtet.

---

[54]) Vergl. darüber: v. d. Goltz: «Die Theorie der Wechselkurse in Deutschland während der Jahre 1914/20», Volkswirtschaftstheoretische Abhandlungen, herausg. von Weyermann, Heft 3.

Aus den zahlreichen in Broschürenform und in Zeitschriften erschienenen Diskussionsartikeln greifen wir nur einige heraus, die uns die Unsicherheit, die auf dem Gebiete der Grundbegriffe der Lehre von den internationalen Wertübertragungen herrschte, charakterisieren sollen.

So schrieb Bonn in der «Frankfurter Zeitung»[55]) von der Zahlungsbilanz als «der zufälligen Bilanz der beiderseitigen fälligen Zahlungsverpflichtungen», Kahn[56]) charakterisierte sie als «die tatsächlich zu Zahlungen führenden Teile der sog. (neben der alten Handelsbilanz auch Schiffahrt, Kapitalverkehr usw. enthaltenden) Forderungsbilanz», Hahn[57]) nannte sie eine «Uebersicht über die von einem Lande zu leistenden und von ihm zu empfangenden Zahlungen, mit dem Ziele festzustellen, wieviel Edelmetall zur Begleichung des Saldos ein- bezw. ausgeführt werden müsse; die Grundposten der Zahlungsbilanz sind die täglich fällig werdenden internationalen Zahlungsverpflichtungen». Eine Klärung versuchte K. Elster,[58]) indem er zwei Begriffe der Zahlungsbilanz auseinanderhielt. 1. wird das Wort Zahlungsbilanz im Sinne einer «vergleichenden Gegenüberstellung ausser der ein- und ausgeführten Waren auch aller anderen im zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehr vorgenommenen Wertübertragungen» gebraucht. 2. als «Gesamtheit der jeweilig bestehenden zwischenstaatlichen Zahlungsbeziehungen (Knapp: «Pantopolitischen Beziehungen»), oder ganz kurz «die Marktlage». Im letzten Sinne ist die Zahlungsbilanz ein Bestimmungsgrund für die Wechselkurse, es ist also bei ihm die uns schon bekannte Trennung der Zahlungsbilanz von der Forderungsbilanz wieder aufgetaucht.

Eine ebensogrosse, wenn nicht noch grössere, Unklarheit herrschte bezüglich der Bedeutung einer «passiven» oder «aktiven» Zahlungsbilanz, oder eines «passiven» oder «aktiven» Saldos der Zahlungsbilanz und der Möglichkeit der Beurteilung und der Ausgleichung dieser Passivität oder Aktivität. Die herrschende Auffassung sieht dann die Zahlungsbilanz als eine «passive» an, wenn sie einen Goldausfuhrüberschuss aufweist: dieser Ueberschuss ist der passive Saldo (Kellenberger); eine andere, wenn

---

[55]) «Zum Währungsproblem im Kriege», «Frankfurter Zeitung» vom 30. August 1916.

[56]) «Unsere Valutasorgen».

[57]) «Handelsbilanz - Zahlungsbilanz - Valutagüterpreise» im «Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik» Bd. 48. S. 596.

[58]) «Ueber Zahlungsbilanzen» im «Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik», IIII F. Bd. 58, S. 240 und in der Besprechung von Kellenbergers «Wechselkurs und Zahlungsbilanz» daselbst.

sie eine Zunahme oder Inanspruchnahme des Kredites durch das Inland vom Auslande aufweist. Liefmann[59]) meint, dass eine Zahlungsbilanz «ungünstig» sei, wenn ein Land durch Mehrexport den Ueberschuss seiner Verpflichtungen gegenüber dem Auslande nicht decken kann; Hahn[60]) behauptet, die «moderne» Zahlungsbilanz (d. h. bei Vorhandensein einer Papierwährung) habe überhaupt keinen Saldo, denn Edelmetallausfuhr komme unter gegenwärtigen Umständen überhaupt nicht in Betracht und eine Kreditaufnahme gleiche die Zahlungsbilanz aus; es müsse daher eher eine «Kreditbilanz» oder «Notexportbilanz» aufgestellt werden, die sich nicht immer ausgleicht. Von Vershofen[61]) hebt diese Kreditbilanz zur Erklärung der Wechselkurse hervor, während Diehl[62]) wiederum den Warenexport als goldeinbringend zur Deckung eines Passivsaldos der Zahlungsbilanz befürwortet. Auch hier hat Elster[63]) den Fragenkomplex klargelegt, indem er gleichzeitig auf das Ergebnis der Forschung Waltershausens hinwies: Die Zahlungsbilanz im ersten Sinne (siehe oben) zeigt nicht, ob die ausgewiesene Vermögensverschiebung für das Land günstig oder ungünstig sei;[64]) sie kann für beliebige Zeiträume aufgestellt werden und kann einen Saldo aufweisen, welchen aber die Goldbewegungen nicht charakterisieren. Im zweiten Sinne ist sie nicht die Gegenüberstellung, sondern zeigt das Verhältnis der fälligen und beanspruchten Forderungen an, obwohl diese sich immer ausgleichen, hat daher keinen Saldo; sie ist die jeweilige Lage am Devisenmarkte[65]) und im Sinne eines Ueberwiegens von Nachfrage oder Angebot von Devisen kann man von einer «aktiven» oder «passiven» Zahlungsbilanz sprechen. Elster schlägt schliesslich vor in diesem Falle überhaupt nicht von einer «Bilanz» zu sprechen, denn ein Verhältnis sei keine Bilanz; so habe schon Knapp eine Zahlungsbilanztheorie der Wechselkurse aufgestellt, ohne das Wort «Zahlungsbilanz» zu gebrauchen.

Dieser Bemerkungen ist wohl genug, um ein ziemlich anschauliches Bild von dem Nebeneinanderreden in der Diskussion zu

---

[59]) «Die Valutarückgänge im Weltkriege», «Weltwirtschaftliches Archiv Bd. 12.

[60]) a. a. O.

[61]) «Handelsbilanz - Zahlungsbilanz - Valuta - Güterpreise», «Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik», Bd. 49. S. 753.

[62]) «Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta», S. 134.

[63]) a. a. O.

[64]) Vergl. auch Zollinger: «Internationale Wertübertragung und Kapitalanlage im Auslande», «Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft» Jahrgang 69, 1913.

[65]) Auch Benedixen «Vom theoretischen Metallismus», «Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik», III F. Bd. 57.

geben. Im Folgenden gehen wir zur Besprechung von Schriften über, die, obwohl hauptsächlich auf die Frage der Wechselkurse sich beziehend, der Beleuchtung des Zahlungsbilanzbegriffes ein Augenmerk widmen. Es sind dies die Arbeit von Kellenberger[66]) und die gleichzeitig von Schmidt veröffentlichte Abhandlung «Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse.[67])

Schmidt begrenzt insofern das Problem, als er nur die Verhältnisse des zwischenstaatlichen Geldzahlungsverkehrs erfassen will, um damit die Klärung des umstrittenen Problems des Zusammenhanges zwischen Zahlungsbilanz und Wechselkursen herbeizuführen. Nur Geldschulden und Geldguthaben die Zahlungsvorgänge erzeugen sollen untersucht werden: Wertübertragungen, die nicht zu Geldverrechnungen führen, berühren zwar das Volksvermögen, sie bilden schon Teile einer äusseren Wirtschaftsbilanz im Sinne Gruntzels und Niklischs, gehören aber nicht in eine Geldforderungsbilanz. So eine Forderungs- (oder Verpflichtungs-, auch Grund-) Bilanz ist die Gegenüberstellung aller in Geld oder einem seiner Ersatzmittel zu verrechnenden Schulden und Guthaben, die im laufenden Wirtschaftsverkehr eines Landes mit dem gesamten Auslande jeweils bestehen.[68]) Sie kann eine Bestandsbilanz sein, indem sie «zeitlos» ist, d. h. sie bucht zu den jeweiligen Beständen an unausgeglichenen Forderungen alle neu entstehenden und vergehenden. So eine Bilanz kann aber niemals erfasst werden und hat für die Frage der Wechselkurse nur theoretische Bedeutung. Viel wichtiger ist sie, wenn sie den Faktor «Zeit» berücksichtigt; sie enthält dann, neben den aus dem z. B. Vorjahre verbliebenen unausgeglichenen Posten, alle im laufenden Jahre neu entstehenden und vergehenden. Zwar ist die Ermittlung der Fälligkeiten der Posten meistens unmöglich, aber die Fehler der statistischen Erhebung, die die Posten im vergangenen Jahre, trotz ihrer Fälligkeit im Neuen, verbuchte, werden sich kompensieren mit dem fehlerhaften Einsetzen von Posten, die im Neuen verrechnet, aber erst im Darauffolgenden fällig werden.

Der Inhalt der Forderungsbilanz setzt sich zusammen aus (auf der Aktivseite) kurzfälligen Guthaben und langfristigen Guthaben (sog. Kapital- oder Anlagebilanz). Diese letzteren eignen sich dazu, um einen Ausgleich der kurzfristigen Bilanz herbeizuführen, kennt man die Zahlen für die Kapitalbilanz, so erhält man die

[66]) «Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Krieg und Frieden».
[67]) Wir zitieren nach der 2. Auflage 1922.
[68]) Vergl. auch Zollinger: «Die Bilanz der Internationalen Wertübertragungen». S. 7.

Möglichkeit zu beurteilen, ob die Gesamtverpflichtungsbilanz aktiv oder passiv sei.

Ganz verschieden von der Forderungsbilanz ist die Zahlungsbilanz: Das Gegenstück zur Forderungsbilanz ist die «Grund zahlungsbilanz». Sie ist eine Bestandsrechnung aller fälligen oder fällig gemachten Posten der Forderungsbilanz, welche somit auf dem Markte der Zahlungsmittel erscheinen, um dort entweder durch Kompensation ausgeglichen oder in die Forderungsbilanz zurückgeschoben zu werden; sie können ausserdem auch zu Ausgleichs- oder Spekulationsposten verwendet werden, denn die letzteren werden in einer Ausgleichs- und in einer Spekulationsbilanz zusammengefasst, welche einen Bestandteil der Gesamtzahlungsbilanz» bilden und dort neben der eigentlichen Grundzahlungsbilanz stehen.[69])

Kellenberger untersucht hauptsächlich die herrschende Meinung bez. der Wechselkursschwankungen; dabei gibt er aber auch Aufschlüsse über seine Stellung zum Begriffe der Zahlungsbilanz. Er bezeichnet sie als Gegenüberstellung der im Laufe einer Periode fällig gewordenen und zur Auszahlung gelangten gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen, hervorgehend aus dem gesamten Wirtschaftsverkehr des Inlandes mit dem Auslande. Sie kann als eine Jahres- oder Monats-, Wochen- und Tagesbilanz aufgestellt werden. Somit deckt sich dieser Begriff vollständig mit dem der Kassabilanz von Schär. Ausserdem besteht nach Kellenberger eine «internationale Vermögensbilanz», die die Gegenüberstellung des ausländischen Vermögens im Inlande und des inländischen Vermögens im Auslande ist. Schlägt man deren aktiven Saldo (also den inländischen Vermögensbesitz, der im Auslande liegt) zur Gesamtheit der inländischen Produktiv- und Konsumtivgüter zu. resp. deren passiven Saldo ab, so erhält man die «Volkswirtschaftsbilanz». Die Bezeichnung «Forderungsbilanz» lehnt Kellenberger ab, da nicht alle Vermögensteile im Auslande juristisch Forderungen an dasselbe darstellen (Aktien) oder überhaupt keine Forderungen sind (Landgüter). Charakteristisch für seine Grundanschauungen ist seine Meinung bez. des Saldos der internationalen Bilanzen: Der Saldo der Zahlungsbilanz besteht in Edelmetall und wird ausgeglichen nur durch Edelmetallsendungen, derjenige der Vermögensbilanz aus Vermögensstücken.

---

[69]) Goltz, a. a. O. S. 34/35, behauptet unrichtigerweise, dass die Ausgleichs- und Spekulationsbilanz der Forderungsbilanz koordiniert seien und ausserdem deren fällige Posten der Grundzahlungsbilanz zur Seite stehen. Diese Bilanzen stehen aber zwischen der Forderungsbilanz und der Grundzahlungsbilanz.

Wie Kellenberger selbst bemerkt, ist seine Zahlungsbilanz ein «echt kaufmännischer Begriff» und das ist auch ganz verständlich, denn er betrachtet die zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen vom privatwirtschaftlichen Standpunkte aus: «Wie die einzelnen Privatwirtschaften innerhalb der Staatsgrenzen, so stehen auch die einzelnen Privatwirtschaften verschiedener Staaten untereinander in einem durchaus gleich gearteten Verkehr».[70]) Es begegnen ihn deshalb dieselben Einwendungen, die man schon früher gegen die Schärsche Auffassung ausgesprochen hat. Ausser diesen Geldzahlungen gelangen also nach Kellenberger keine Werte im Zahlungsverkehr über die Grenze: Denn alle andern internationalen Wertübertragungen erwerben nur Vermögensteile, sind also nur zur Kapitalanlage bestimmt und verändern die Vermögensbilanz, nicht aber die Zahlungsbilanz. Das ganze Gebiet der internationalen Wertübertragungen von materiellen Gütern ausser Geld und von immateriellen Gütern, die sich im Zahlungsverkehr sichtbar und unsichtbar vollziehen, bleibt also vollständig unbeachtet.

Zum Schlusse noch einige Worte über den von Kellenberger angegriffenen Begriff einer «banktechnischen» Zahlungsbilanz: Das sei der Begriff der «augenblicklichen» Zahlungsbilanz, der im Wechselkurs zum Ausdrucke gelangt. Es interessieren uns an dieser Stelle die Beziehungen zum Wechselkurs nicht, es sei nur bemerkt, dass Kellenberger den Ausdruck des Saldos seiner Zahlungsbilanz in Edelmetallbewegungen sieht; daraus zieht er den Schluss, dass die kaufmännische Zahlungsbilanz von der banktechnischen grundverschieden ist. Es ist zwar richtig, dass hier zwei verschiedene Theorien über den Ausdruck des Saldos vorhanden sind, warum aber diese zwei Theorien von zwei Begriffen ausgehen sollen, «die sich direkt ins Gesicht schlagen», ist nicht recht begreiflich.

In diesem Zusammenhange ist es nicht unangebracht die bezüglichen Ideen von Schmidt zu erwähnen. Denn auch er verwirft eine Bilanz der Wertübertragungen, die nicht zu Geldzahlungszwecken geschehen. Während aber Kellenberger ausser der Bilanz der fälligen Geldverpflichtungen keine andere als die Vermögensbilanz gelten lassen will, konstruiert Schmidt notwendigerweise eine Bilanz der bestehenden Geldschulden und Geldguthaben eines Landes als das Primäre, aus welcher dann die Grundzahlungsblianz durch Erscheinen dieser Schulden und Guthaben auf dem Zahlungsmittelmarkte entsteht. Auch bez. des Ausgleiches der Zahlungsbilanz besteht zwischen Schmidt und Kellenberger ein

[70]). a. a. O. S. 18.

grundsätzlicher Unterschied der Auffassung: Bei Kellenberger ist die Zahlungsbilanz innerhalb der Goldpunkte immer ausgeglichen, d. h. es ist eine Bilanz der durch Umsatz ausgeglichenen Posten, während Schmidt unter seiner Zahlungsbilanz eine Bestandbilanz versteht, die nur selten durch Kompensation ausgeglichen ist und fast immer einen Ueberschuss von Schulden oder Guthaben aufweist.

Bezüglich der Trennung einer «kaufmännischen» von einer «banktechnischen» Zahlungsbilanz, hat Elster[71]) darauf hingewiesen, dass es sich hier um zwei Begriffe handelt, die ganz ruhig nebeneinander bestehen können, da sie ganz verschiedenen Inhalt haben und sich durchaus nicht zu widersprechen brauchen.[72])

Wir kommen jetzt zur kurzen Besprechung der letzterschienenen Werke von Gruntzel.[73]) In den beiden Werken verficht Gruntzel seinen schon um die Wende des Jahrhunderts eingenommenen und seitdem wiederholt erweiterten Standpunkt mit Konsequenz weiter. Es lassen sich allerdinigs gewisse Konzessionen an die herrschende Meinung verfolgen. Wir erinnern uns, dass er die Zahlungsbilanz als die Gegenüberstellung der Wertübertragungen materieller Natur ausserhalb des Warenaustausches bezeichnete. Schon damals wies er darauf hin, dass man sie auch als Gegenüberstellung der fälligen Zahlungen bezeichnen kann. Aus gewissen Gründen lehnte er diese letzte Definition ab; jetzt lehnt er sich aber an diesen letzten Begriff an, indem er die Zahlungsbilanz als die «Gegenüberstellung aller zwischen Ausland und Inland fällig werdenden Zahlungen, soweit sie aus entgeltlichen Wertübertragungen, soweit deren Entgelt nicht kreditiert wird, aus Rückzahlungen früher kreditierten Beträge, sowie aus einseitigen Zahlungen für Zinsen, im Fremden- und Auswandererverkehr usw. stammen, definiert.[74] Er ist sich aber durchaus bewusst, dass seine Zahlungsbilanz verschiedenartige Elemente in sich birgt: In ihr vereinigen sich Zahlungen aus dem Warenhandel, aus Uebertragungen von Wertpapieren und anderen Wertübertragungen. Anderseits verteilen sich z. B. die Kapitalübertragungen auf verschiedene Bilanzen, so auf die Handelsbilanz, wenn die Kapitalien in Warenform übertragen werden, auf die Zahlungsbilanz (Zahlungsmittelübertragungen) und auf eine Kapitalverkehrsbilanz, wenn sie in Wertpapieren erfolgen. Eine

---

[71]) In der Besprechung des Buches von Kellenberger in den «Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik», Bd. 58, 1919.

[72]) Vergl. oben S. 25 ff.

[73]) «Geldwert und Wechselkurs» 1923. «Theorie des zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehrs», 1924.

[74]) «Geldwert und Wechselkurs S. 34.

Ausscheidung nach Verkörperung oder Zweckbestimmung ist aber nicht möglich und so muss man sich mit der Einteilung nach dem «praktischen Bedarf der Wirtschaftspolitik» begnügen. Bezüglich des Verhältnisses zwischen der inneren und äusseren Wirtschaftsbilanz ist sein Standpunkt jetzt noch mehr ausgearbeitet, indem unter dem Begriffe des «Volksvermögens» dessen Grösse durch Veränderungen in der einen oder andern Bilanz geändert wird, ausdrücklich «nicht der Verfügungsbereich eines einheitlichen Willens, auch nicht des Gemeinwillens im Volk oder Staate, sondern nur die Zusammenfassung von Einzelvermögen verstanden wird, die nach dem in der Gemeinschaft jeweils herrschenden Grundsätzen wirtschaftspolitisch beeinflusst wird.»[75]) Beide Bilanzen sind innig miteinander verbunden, denn eine Beurteilung der äusseren ist nur möglich unter Zuziehung der inneren: Eine Ware die eingeführt wird, muss verschieden beurteilt werden, je nach dem sie als Genussmittel direkt in den inländischen Konsum übergeht, oder als Rohstoff oder Halbfabrikat eine Wertsteigerung im Inlande erfährt; darüber gibt uns aber die Statistik gar keinen Aufschluss und so haben alle Versuche der ziffernmässigen Aufstellung einer äussern Wirtschaftsbilanz keine grosse Bedeutung.

§ 2. Aeussere Wirtschaftsbilanz, Forderungsbilanz und Zahlungsbilanz.

Wir haben uns im § 1 etwas ausführlich mit dem Werdegang der Bilanzidee beschäftigt, vielleicht ausführlicher, als es durch das Thema dieser Arbeit gerechtfertigt wäre. Es scheint uns aber, dass die Verfolgung der Entwicklung zu einem klareren Einblick in den verworrenen Fragenkomplex verhelfen kann. Wir sahen, wie sich aus den ursprünglich auf Warenaustausch basierenden Zahlungen, die ja notwendigerweise im Zeitalter des Merkantilismus die fast einzigen zwischenstaatlichen Zahlungen darstellten, ein kompliziertes Gewebe von Fäden zwischen den Staaten sich zu spinnen begann; wie der Begriff der Handelsbilanz zu einem Teil — bezw. Nebenbegriffe der Zahlungsbilanz wurde; wie dann die Zahlungsbilanz mehrfache Ausdehnungen und Veränderungen in ihrem Inhalte erfuhr; wie sich aus ihr allmählich Teilgebiete herauskristallisierten, welche den eigentlichen «Zahlungen», später nur noch «Geldzahlung» entsprachen und die übrigen Teile dieser Zahlungsbilanz im engern Sinne entweder koordiniert oder ihr untergeordnet zu einer Forderungsbilanz sich vereinigten. Parallel mit dieser Entwicklung lief eine andere. Schon bei Adam

[75]) «Theorie des zwischenstatlichen Wirtschaftsverkehrs» S. 28.

Smith beginnend, erkannte sie, dass das Gesamtwirtschaftsleben der Nation sich auf zwei Gebieten bewegt: einerseits im Innern des Landes und anderseits über dessen Grenzen hinaus. Die beiden Bewegungen müssen ins Auge gefasst werden, wenn die wirtschaftliche Lage des Staates beurteilt werden soll, so dass die innere Wirtschaftsbilanz im engsten Zusammenhange mit der äusseren Wirtschaftsbilanz stehen muss, ihr unter- oder übergeordnet. Und so gelangen wir denn auch zur Notwendigkeit, die bei den grossen Linien der Entwicklung der Bilanzidee berücksichtigen zu müssen.

Wir unterscheiden somit zwischen einer Gesamtwirtschaftsbilanz, die alle ökonomischen Produktions-, Verkehrs- und Konsumtionsvorgänge einer Volkswirtschaft einschliesst, die im inländischen Verkehr oder im Verkehr mit dem Auslande entstehen, und der ihr untergeordneten inneren und äusseren Wirtschaftsbilanz. Die erstere wird uns so weit interessieren, als sie in einem innigen Zusammenhange mit der zweiten steht. Dies ist insbesondere der Fall der Beeinflussung der äusseren Wirtschaftsbilanz durch die Veränderungen der inländischen Warenpreise, deren Höhe ein Produkt einer Reihe innenwirtschaftlicher Vorgänge ist. Auch die entgegengesetzte Wirkung, die der äusseren Wirtschaftsbilanz auf die innere, ist ohne weiteres klar.[1])

Die äussere Wirtschaftsbilanz definieren wir mit Gruntzel als eine Zusammenfassung aller Wertübertragungen, die sich innerhalb der gewählten Bilanzperiode im Verkehr des Inlandes mit dem Auslande ergeben. Dieser Begriff ist aber für die Untersuchungen der Zusammenhänge zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen viel zu weit. Und so wenden wir uns von der Linie, deren heutiger Endpunkt in den Ausführungen Gruntzels gipfelt, ab und treten der anderen näher, die bei Waltershausen beginnend, über Schär und Schmidt läuft, da sie uns den gewünschten Rückhalt bietet. Diese letzteren stellen als ihren Grundsatz auf, die Notwendigkeit der Trennung der Forderungsbilanz von der Zahlungsbilanz.

Unter Forderungsbilanz werden wir mit Schmidt die Gegenüberstellung der im Laufe einer Bilanzperiode gegenüber dem Auslande in Geld oder seinen Ersatzmitteln zu verrechnenden Schulden und Guthaben verstehen. Die Gesamtzahlungsbilanz umfasst dagegen alle fälligen oder fällig gemach-

[1]) Vergl. auch über die gegenseitige Beeinflussung der Warenpreise, der Wechselkurse, der Forderungs- und der Zahlungsbilanz weiter unten S. 45.

ten im Geld beanspruchten Posten der Forderungsbilanz. Die äussere Wirtschaftsbilanz ist also ein weiterer Begriff als die Forderungsbilanz, denn sie schliesst in sich ausser den zu Geldschuld oder Geldforderung führenden Teilen, auch einseitige Uebertragungen von Vermögensstücken, die keine Geldschuld tilgen und keine Geldforderung begründen, so z. B. Naturallieferungen ohne Entschädigung, wie sie z. B. von Deutschland auf Grund der Friedensverträge getätigt werden, oder Uebertragungen von Nachlassstücken. Dadurch wird zwar das Vermögen der beiden Staaten beeinflusst, es entstehen aber keine Geldzahlungsvorgänge. Die Grenzposten, die dabei etwa vorhanden sein können, müssen aber im Auge behalten werden, denn sie können schnell neue Geldverpflichtungen hervorrufen oder bestehende vernichten. So kann ein Nachlasstück für Rechnung des Erben im Auslande verkauft werden, also zu einer Geldforderung führen, anderseits kann eine Geldforderung zur Realverpflichtung umgewandelt werden, z. B. bei Land- oder Häuserkauf im Auslande, wodurch ein ausländisches Guthaben zu einem Realgut umgewandelt wird.[2])

Die Forderungsbilanz selbst muss notwendigerweise für irgend einen Zeitabschnitt aufgestellt werden, denn wollten wir eine «zeitlose» Forderungsbilanz aufstellen, so hätten wir unüberwindliche Schwierigkeiten zu bekämpfen. Man müsste mit der ersten, überhaupt vorhandenen Schuld oder Forderung eines Staates beginnend, fortlaufend alle neuen dazuschlagen. Abgesehen davon, dass dies praktisch unausführbar wäre, hätte ein jeweiliger Ueberschuss dieser Bilanz für die Beurteilung der Wechselkurse keine grosse Bedeutung, weil er auch erst in der Zukunft fällige Posten enthielte und diese auch nicht vollständig, da nur bis zum jeweiligen Rechnungstage. Man muss daher einen abgegrenzten Zeitraum wählen, z. B. den eines Jahres in Anlehnung an die statistischen Abrechnungsperioden. Der grosse Nachteil einer solchen Jahresforderungsbilanz besteht darin, dass man in sie die im betreffenden Jahre fälligen Posten nicht genau einreihen kann, weil manche Posten in ihrer Fälligkeit im Voraus überhaupt nicht ermittelt, andere wieder später in ihrer Fälligkeit verschoben werden können. Man muss sich dadurch helfen, dass man die Kompensation der Fehler annimmt. Ohne eine solche Annahme könnte z. B. die Warenstatistik niemals benutzt werden, denn wer verbürgt uns, dass die Fakturen wirklich noch in derselben Periode beglichen werden, in welcher die Waren über die Grenzen gingen, also statistisch erfasst wurden?[3])

---

[2]) Schmidt, a. a. O. S. 1.
[3]) Schmidt, a. a. O. S. 7.

Die Forderungsbilanz zerfällt in folgende Unterbilanzen:[4])

1. Handelsbilanz.
2. Bilanz der Erträgnisse internationaler Unternehmungen und ausländischer Kapitalanlagen.
3. Bilanz der internationalen Wanderungen.
4. Bilanz der politischen Geldübertragungen.
5. Bilanz der kurzfristigen fälligen Kreditzahlungen.
6. Kapitalbilanz.

Bei allen diesen Bilanzen sind nur die Schulden, bezw. Forderungen, die an das Ausland aus den genannten Quellen zu leisten sind und die in der laufenden Betrachtungsperiode zu begleichen wären, in Betracht zu ziehen.

Was im einzelnen die Unterbilanzen anbetrifft, so wäre über die Handelsbilanz nichts besonderes zu sagen, es ist die Gegenüberstellung der sich aus dem Warenverkehr eines Landes mit dem Auslande innerhalb eines Jahres ergebenden Schulden und Forderungen, einschliesslich des unbeglichenen Bestandes aus dem Vorjahre in Geldbeträgen. In der zweiten Unterbilanz erscheinen die an das Inland zu zahlenden Erträge ausländischer oder inländischer Unternehmungen im Auslande, oder die vom Inlande an das Ausland zu zahlenden Erträge inländischer oder ausländischer Unternehmungen mit dem Sitz im Inlande. Mit diesen Erträgen sind die Erträgnisse ausländischer Kapitalanlagen eng verbunden. Es handelt sich um Anleihen in Form von Effekten, Hypotheken oder als kurzfristige Kredite. In der dritten Unterbilanz sind die Forderungen und Schulden vereinigt, die sich durch Auswanderer- und Wanderarbeiter-, bezw. Reisendenverkehr ergeben. Keine direkte Wirkung erzeugen aber (im Gegensatz zu Gruntzel) die Uebergänge der mit den Personen verknüpften immateriellen Güter, die Erziehungskosten, Arbeitsgeschicklichkeit, geistige Fähigkeiten usw.[5]) Die Bilanz politischer Geldübertragungen enthält die seltenen und meistens nur vorübergehenden Wertübertragungen, die als Folge von Kriegen, politischen Abmachungen etc. entstehen; für die Schweiz insbesondere haben solche Uebertragungen keine Bedeutung. Einen wichtigen Bestandteil der Forderungsbilanz bildet die Bilanz der kurzfristigen Kredite. Da sie nur kurzfristig sind, so fallen meistens das sofort fällige Guthaben des Geldnehmers und die Verpflichtung zur späteren Rückzahlung in eine und dieselbe Bilanzperiode. Diese Kredite können oft dem Ausgleich der fälligen Posten der Forderungsbilanz dienen, indem Zinsgeschäfte in irgendwelcher Form abge-

[4]) Schmidt, a. a. O. S. 9.
[5]) Schmidt, a. a. O. S. 23.

schlossen werden. Die letzte Unterbilanz ist die Kapital- oder Anlagebilanz. Ihr hauptsächlicher Unterschied von der vorhergehenden besteht darin, dass sie alle Uebertragungen aufnimmt, die zum Zwecke einer langfristigen Kreditgewährung vorgenommen werden. Durch diese lange Dauer zwischen Geldaufnahme und Geldrückzahlung fallen die beiden Verpflichtungen in verschiedene Forderungsbilanzen. Geschieht die Kapitalanlage im Auslande in Realgütern, dann entsteht zunächst ein kurzfristiger Schuldbetrag. Das Eigentum am Realgut ist aber nicht Geld, es kann nur in Geld bewertet werden; auch kann die Anlage zu Geld gemacht werden, z. B. durch Verkauf von Anteilsrechten. Daher gehören diese Besitzrechte an ausländischen Realgütern eigentlich zunächst nicht in die Forderungsbilanz, sondern in die äussere Wirtschaftsbilanz.[6]) Die Kapitalanlage geschieht meistens durch Uebernahme von Anleihen oder Gründung von ausländischen Unternehmungen. Insofern als sie Erträge liefern, bildet die Kapitalbilanz die Quelle der Bilanz der Erträgnisse ausländischer Unternehmungen und Kapitalanlagen.

Aus der Forderungsbilanz entstehen Forderungen und Schulden, die, um beglichen zu werden, auf dem Zahlungsmittelmarkte erscheinen müssen. Die Bilanz des Zahlungsmittelmarktes ist die Grundzahlungsbilanz. Auf dem Markte der Zahlungsmittel wirken also nur die fälligen oder fällig gemachten Posten der Forderungsbilanz; Guthaben treten als Angebote und Schulden als Nachfrage nach Zahlungsmitteln hervor. Die Grundzahlungs-Bilanz ist eine praktisch nicht aufstellbare Gegenüberstellung, denn sie muss umfassen alle augenblicklich fälligen und am Markte erscheinenden Posten der Forderungsbilanz.[7])

Der Grundzahlungsbilanz stehen zur Seite noch zwei Arten von Posten, die auch auf dem Zahlungsmittelmarkte erscheinen, die aber nicht notwendigerweise aus der Forderungsbilanz stammen müssen: Das sind die Posten der Ausgleichsbilanz und der Spekulationsbilanz. Die erstere umfasst Posten, die durch das Bestreben von bestimmten Instanzen (z. B. einer Zentralbank) bewusst geschaffen und auf den Markt gebracht werden, um ihn zu beeinflussen, den Ausgleich der Grundzahlungsbilanz zu bewerkstelligen, dadurch den Wert der Währung festzulegen und die Wechselkurse zu stabilisieren. Solche Posten werden durch die Mittel der Diskontopolitik und durch kurzfristige Kreditgeschäfte erzielt. Die Spekulationsbilanz enthält Posten, die sich aus einer Spekulation in Zahlungsmitteln (nicht

[6]) Schmidt, a. a. O. S. 31.
[7]) Schmidt, a. a. O. S. 41.

in Wertpapieren oder Waren) ergeben. Der Waren- oder Wertpapierverkehr gehört in die Forderungsbilanz, ohne Rücksicht auf die Ursachen seiner Entstehung. Die Spekulationsposten verschärfen meistens die Tendenz des Zahlungsmittelmarktes, vergrössern also die Unstimmigkeit der Zahlungsbilanz und tragen zu heftigeren Wechselkursschwankungen bei.[8])

Es ergibt sich also folgendes Bild des Zusammenhanges aller Bilanzen: Aus der Forderungsbilanz wachsen fortwährend alle fälligen Verpflichtungen in die Grundzahlungsbilanz hinüber. Sie treten dadurch als Angebot und Nachfrage auf dem Zahlungsmittelmarkt auf und beeinflussen dort die Preisbildung. Die Spekulationsbilanz betätigt sich in zweifacher Weise: Einerseits beeinflusst sie die Grundzahlungsbilanz durch Spekulation in Zahlungsmitteln. Solche Operationen können zu neuen Posten der Forderungsbilanz führen, wenn sie Guthaben oder Schulden aus der Grundzahlungsbilanz über die Spekulationsbilanz in die Forderungsbilanz überführen. Zweitens beeinflusst die Spekulationsbilanz die Fälligkeiten der Posten der Forderungsbilanz, welche verfrüht oder verspätet auf dem Zahlungsmittelmarkt erscheinen, oder wenn fällige Posten der Forderungsbilanz dort zurückgehalten werden.[9]) Die Ausgleichsbilanz besitzt Ausgleichsbestände (Wertpapiere), die sie auf den Zahlungsmittelmarkt wirft oder aus welchen sie überwiegendes Angebot in sich aufnimmt, oder sie beeinflusst und schöpft neue Posten der Forderungsbilanz durch den Abschluss von kurz- und langfristigen Kreditgeschäften und Kapitalanlagen im Auslande. Dies geschieht durch die Diskontopolitik und durch Einflussnahme auf Wertpapieren.[10])

§ 3. Wechselkurs, Zahlungsbilanz und Forderungsbilanz.

An dieser Stelle soll ein Ueberblick über das im Titel angedeutete Problem gegeben und andererseits soll hier untersucht werden, ob und inwiefern der Wechselkurs unter die Mittel fällt, die wir besitzen, um die Forderungsbilanz resp. Zahlungsbilanz oder richtiger deren Saldo seinem Charakter nach feststellen zu können. Einen andern Weg — den der ziffernmässigen Feststellung — behandeln wir im § 4.

Zunächst müssen wir den Begriff des Wechselkurses festlegen. Bekanntlich können die internationalen Schulden auf verschiedenste Weise getilgt werden: Als Zahlungsmittel kommen alle

[8]) Schmidt, a. a. O. S. 47.
[9]) Schmidt, a. a. O. S. 54.
[10]) Schmidt, a. a. O. S. 55.

Waren, die im Auslande absatz- und verkehrsfähig sind, d. h. die Funktionen des Geldes erfüllen, in Betracht. Als Bargeld können Edelmetalle, in Barren oder geprägt als Münze, verwendet werden; Papiergeld, soweit jederzeit in Geld einlösbar, uneinlösbares Papiergeld nach der Schätzung des inländischen Kaufwertes durch das Ausland. Praktisch kommen für das Ausland weit mehr solche Zahlungsmittel in Betracht, die im Inlande gar nicht Geld sind, wohl aber einen Wert haben, weil sie im Auslande in Geld der dortigen Währung umgewandelt werden können; sie werden unter dem Namen der «Auszahlung» zusammengefasst, worunter man die Verfügung über ein ausländisches Guthaben versteht. Am häufigsten sind Wechsel anwendbar, weshalb man den Preis dieser Auszahlungen nach dem wichtigsten ihrer Repräsentanten als Wechselkurs oder Devisenkurs bezeichnet.

So lange die Warenbewegungen den weitaus wichtigsten Teil der internationalen Wertübertragungen bildeten, wurden auch die daraus entstandenen Schulden mit Devisen bezahlt und so erklärt sich die merkantilistische Anschauung, dass die Handelsbilanz und der Wechselkurs im innigsten Zusammenhange stehen,[1]) obwohl die gemässigten Merkantilisten schon frühzeitig diese Ansicht bekämpften.[2]) Mit der Ausdehnung des Begriffes der Handelsbilanz zur Zahlungsbilanz resp. Forderungsbilanz wurde dieser Zusammenhang auch auf diese letzteren übertragen. Als klassisches Beispiel dieser Gedankengänge seien die Ausführungen Goschens zitiert:[3]) Wenn der Betrag der Forderungen eines Landes an ein anderes die von diesem eingegangenen Verbindlichkeiten übersteigt oder hinter diesen zurückbleibt, so werden diejenigen, welche Tratten auf ihre Ausstände im Auslande zu ziehen haben, keine hinreichende Zahl von Käufern für diese Tratten finden; denn nur wer auswärtige Schulden hat, wird die fraglichen Papiere kaufen, die Exporteure werden daher ihre Tratten mit Verlust, d. h. unter Pari verkaufen müssen.[4])

Mit diesen wenigen Worten ist der Grundgedanke der Wechselkurstheorie (auch Zahlungsbilanztheorie genannt) charakterisiert. Nun wandte man sich aber schon frühzeitig gegen diese

---

[1]) So Thomas Mun, teilweise Mêlon, Schröder und insbesondere Belloni, Galiani und Genovesi.
[2]) Child, Steuart und Serra.
[3]) «Theorie der fremden Wechselkurse» a. a. O.
[4]) Unter «Pari» wird dabei der Zustand verstanden, bei dem «der Preis in der gleichen oder doch annähernd gleichen Summe bestehen wird, wie die, die man dem Auslande für seine zedierten Forderungen hätte zahlen müssen».

Anschauung und zwar aus mannigfachen Gründen. Hier seien nur einige davon hervorgehoben:

Die Schulden und Forderungen eines Landes gegenüber dem Auslande, also die Forderungsbilanz, sind nicht identisch mit der Zahlungsbilanz, denn erst wenn die Schulden bezahlt werden müssen, erscheinen sie auf dem Zahlungsmittelmarkte. Daraus ergibt sich, dass der Wechselkurs direkte Rückschlüsse nur über die Gestaltung der Zahlungsbilanz zulässt, nicht aber über die der Forderungsbilanz. Das bekannte Beispiel der Aufnahme einer Anleihe im Auslande durchbricht das ganze System der Zahlungsbilanztheoretiker, wenn sie die Trennung zwischen Forderungs- und Zahlungsbilanz nicht beachten. Aber auch bezügl. der Zahlungsbilanz ergeben sich mannigfache Einschränkungen. Zunächst muss beachtet werden, ob wir mit Ländern zu tun haben, die die gleiche Währungsgrundlage haben. Ist dies der Fall, so pendelt der Wechselkurs um die Münzparität innerhalb der Goldpunkte herum; überschreitet er die letzteren, so verlieren wir die Möglichkeit irgendwelche Anhaltspunkte (abgesehen vom Edelmetallverkehr) für den Charakter der Zahlungsbilanz zu erhalten. Zwischen Ländern, die nicht das gleiche Metall als Grundlage ihres Währungswesens besitzen oder eine Währung, die nicht auf Metall basiert ist, haben, kann nicht von einer Münzparität gesprochen werden, sondern nur von einer Geldparität, die man aus dem Kurse der fremden Goldmünzen in dem Lande mit Silber- oder Papierwährung, also aus dem Goldagio, ablesen kann.[5]) Diese Geldparität steht nicht fest, es müssen daher die Schwankungen der Geldparität ermittelt werden, um die Wechselkurse vergleichen zu können; überdies kommen die Goldpunkte in Wegfall und der Bewegung ist keine Schranke gezogen. Somit ist der Wechselkurs nur bei Währungsgleichheit und vollgültiger Goldwährung ein Anzeiger von Angebot und Nachfrage nach fremden Wechseln, daraus kann aber noch lange nicht gefolgert werden, dass er ein «Barometer» der Zahlungsbilanz ist. Da aber, wie oben gesagt, die Verbindlichkeiten auch in anderer Form als in Wechseln getilgt werden können, so bilden auch aus diesem Grunde die Wechselkurse keinen Masstab für die Zahlungsbilanz. Die Forderungsbilanz kann auch aus anderen Gründen aus den Wechselkursen nicht beurteilt werden: Nicht alle internationalen Wertübertragungen entspringen Schuld- und Forderungsverhältnissen, daneben gibt es unsichtbare Wertübertragungen, für welche überhaupt keine Zahlungsmittel verwendet werden, die nach unserer Auffassung in die äussere Wirtschaftsbilanz und nicht in die For-

[5]) Gruntzel, «Geldwert und Wechselkurs» S. 46.

derungsbilanz gehören. Schliesslich kann sich der Wechselkurs nicht nur infolge Aenderungen im Kräfteverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage (die durch die Grösse der zwischenstaatlichen Waren- und Kapitalübertragungen bestimmt werden), ändern, sondern der Wechselkurs hat auch eine selbständige Bewegung, da er auch Mittel der Kapitalbildung ist. Wechsel werden durch Spekulation gehandelt und zu den Ausgleichoperationen der Notenbanken und Devisenzentralen benützt. Hier ergibt sich der Fall, dass diese Wechsel zwar am Zahlungsmittelmarkte erscheinen, also die Wechselpreisbildung beeinflussen, die Beurteilung der Schuld- und Forderungsverhältnisse gegenüber dem Auslande aber dadurch verschleiert wird.

Ausser diesen unmittelbaren Beziehungen zwischen den Wechselkursen und der Forderungsbilanz resp. Zahlungsbilanz gibt es solche, die durch Dazwischentreten anderer Faktoren entstehen können; zu den Wechselkursfaktoren gehören u. a. die Warenpreise und die Forderungsbilanz selbst, die untereinander und über die Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen in Wechselwirkung stehen und den Anlass zu Verschiebungen der Gleichgewichtslage zwischen der Zahlungsbilanz und dem Wechselmarkt geben können.

Der Gedankengang der dabei verfolgt wird, ist folgender:[6]) Ist der Warenpreis im Inlande gefallen, so erhält der Exporteur Anreiz zur Ausfuhr (angenommen, die Preise haben sich im Auslande nicht verändert). Dadurch werden die Auslandsguthaben verstärkt, sie erscheinen in der Zahlungsbilanz und drücken auf den Wechselkurs, bis dieser einen Stand erreicht hat, der die Ausfuhr begrenzt. Diese Begrenzung tritt noch darum ein, weil die Ausfuhr von Waren deren Angebot im Inlande vermindert und die Warenpreise steigert. Die Einfuhr wird dagegen gehemmt, dadurch vermindert sich das Warenangebot im Inlande, die Warenpreise steigen, die Nachfrage nach ausländischen Wechseln wird vermindert, da die ausländischen Schulden (Forderungsbilanz wird aktiver) kleiner geworden sind.

Der umgekehrte Vorgang spielt sich bei der inländischen Warenpreissteigerung ab.

Nun ist aber dieser ganze Vorgang nur bei der Papierwährung richtig.[7]) Denn nur dann kann der Wechselkurs so lange steigen, bis das Gleichgewicht hergestellt wird: bei der Goldwäh-

[6]) Schmidt, a. a. O. 174.

[7]) Gruntzel, «Theorie des zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehrs» S. 44 ff, gibt noch eine Reihe anderer Einwände gegenüber diesem Ausgleichmechanismus wieder.

rung tritt bei Ueberschreitung der Goldpunkte die Metallbewegung ein; im Falle der inländischen Warenpreissteigerung wird das Gold ins Ausland abfliessen, dadurch entstehen Guthaben im Auslande, aus welchen die veränderte (wegen grosser Einfuhr) Forderungsbilanz ausgeglichen werden kann. Der Wechselkurs kann aber nicht viel steigen (nur bis zum Goldpunkt), er wird daher seine ausgleichende Wirkung nicht so stark wie bei Papierwährung ausüben können. Die Vermehrung der Einfuhr könnte (theoretisch) unbegrenzt sein, bis das ganze Gold ins Ausland abgeflossen wäre. Aber da der inländische Warenmarkt nicht unbegrenzt aufnahmsfähig ist und der ausländische nicht unerschöpflich, so werden die gestiegenen Inlandspreise durch die Wareneinfuhr allmählich heruntergedrückt und andererseits die ausländischen gesteigert. Der Abfluss des Goldes veranlasst ausserdem eine Diskontoerhöhung im Inlande, dadurch werden neue Posten in der Bilanz der kurzfristigen Kreditgeschäfte geschaffen, die auf die Forderungsbilanz ausgleichend wirken. Die Diskonterhöhung wird aber andererseits auch die Warenpreise im Inlande senken und dadurch die ausgleichende Tendenz auch auf diesem Wege verschärfen.

Ein eminent wichtiger Faktor der Wechselkurse ist weiterhin der Diskontsatz, den man entweder aus Gründen der inneren Bankpolitik oder auch aus Rücksichten auf die Wechselkurse reguliert. In jedem Fall entstehen infolge der Zinsdifferenzen zwischen den in- und ausländischen Geldmärkten Zinsgeschäfte, d. h. eine Erteilung von kurzfristigen Krediten: Ueberwiegen in der Forderungs- bezw. Zahlungsbilanz Schuldposten, so kann durch eine angemessene Diskonterhöhung eine Ausgleichspolitik getrieben werden. Die Diskontveränderungen als Mittel der Diskontpolitik sind aber wieder selbst hervorgerufen durch Wechselkursbewegungen, die bei Goldwährung und Währungsgleichheit einen Goldzu- oder Abfluss verursachen; bei Papierwährungen («Nationalen Währungen») ist dem Steigen der Wechselkurse infolge des Ueberwiegens der Schulden keine Grenze gezogen. So stehen Diskont, Wechselkurse, Zahlungsbilanz und Forderungsbilanz in wechselseitiger Beziehung, ohne dass man genau angeben könnte, wo im einzelnen Falle die Ursache und wo die Wirkung liegt.[8])

Das Problem der Beziehungen zwischen den Warenpreisen, Wechselkursen, der Zahlungsbilanz und der Forderungsbilanz ist besonders im Kriege und nach dem Kriege aktuell geworden. Darüber entspann sich eine lebhafte Kontroverse, deren Stadien wir unmöglich verfolgen können. Wir werden die grösseren Zu-

[8]) Vergl. hierüber Meyer, a. a. O. S. 22 ff.

sammenhänge, soweit sie sich aus der Diskussion herauskristallisiert haben, skizzieren.

Bezügl. der Ursachen der Aenderungen des inländischen Warenpreisniveaus erklären die Inflationstheoretiker, dass die Preise von der Notenvermehrung abhängen. Die Inflation wird dabei entweder ganz allgemein als «Uebersättigung des Marktes mit Papiergeld» oder als «künstliche Steigerung der Kaufkraft, die neue, zusätzliche, nicht aus dem Tauschverkehr stammenden Erträge und Einkommen schafft» (Liefmann), definiert. Durch Inflation veranlasste Preissteigerung wirkt auf die Zahlungsbilanzposten, die vom inländischen Warenpreisniveau abhängig sind: die Inflation wirkt also durch das Preisniveau und durch die Zahlungsbilanz auf die Wechselkurse.[9])

Die reine Inflationstheorie behauptet aber, dass die Wechselkurse der unmittelbare Ausdruck des Verhältnisses der beiden Preisniveaus sind (Cassel).

Wollten wir das Ergebnis der ganzen Debatte zusammenfassen, so müssten wir mit Goltz sagen, dass als «das Wirkende auf die Wechselkurse mittels einer Veränderung der internationalen Bilanzen, schliesslich mittels einer Veränderung von Angebot und Nachfrage nach fremden Zahlungsmitteln usw., . . . ein Gemenge von Zufälligkeiten und dagegen gerichteten finanztechnischen Massnahmen, Ein- Ausfuhrverboten, absoluter Bewegung der Valuta, Inflation, Kredit. Panik, Spekulation u. a. m. entgegentritt.» (a. a. O. S. 33/34).

Nachdem wir uns das Bestehen von wechselseitigen Beziehungen zwischen Forderungsbilanz, Zahlungsbilanz und Wechselkursen vergegenwärtigt haben, wird uns auch nicht schwer fallen, die Frage zu beantworten: Kann der Wechselkurs als ein Mittel angesehen werden, die Zahlungsbilanz resp. die Forderungsbilanz beurteilen zu können.

Was zunächst die Zahlungsbilanz anbetrifft, so müssen wir uns immer dessen bewusst sein, dass die Zahlungsbilanz eine Augenblicksbestandsbilanz ist, sie hat nur die zu einem bestimmten Zeitpunkt fälligen Posten aufzunehmen und kann sich deshalb von Sekunde zu Sekunde ändern. Wir wollen davon absehen, dass auf dem Zahlungsmittelmarkte ausser Wechseln noch Schecks, Zins- und Dividendenscheine, ausgeloste Effekten, Noten, Sorten, Bank- und Postüberweisungen, Kreditbriefe und Reiseschecks erscheinen; schon dieser Umstand wäre genügend, um den Wechselkurs als unmassgebend für die Beurteilung der Zahlungsbilanz zu erklären. Uns interessiert hier die prinzipielle Bedeutung der Wechselkurse:

[9]) Goltz, a. a. O. S. 31.

Was werden wir eigentlich wissen, wenn wir konstatieren: Der Wechselkurs ist gestiegen? Lediglich die Tatsache, dass auf dem Zahlungsmittelmarkte mehr Wechsel gefragt, als angeboten werden. Dies wird uns aber noch nicht darüber sagen, welchen Ursprunges diese Wechsel sind und auch nicht wozu sie verwendet werden; denn in der Zahlungsbilanz vereinigen sich fällige Posten aus verschiedensten Gebieten der Forderungsbilanz, der Spekulations- und der Ausgleichsbilanz, ja sogar darüber hinaus manchmal aus der äussern Wirtschaftsbilanz (wir erinnern an die Grenzfälle der äussern Wirtschaftsbilanz und der Forderungsbilanz). Weder der Stand der internationalen Verschuldung, noch der Stand der internationalen Wertübertragung geht aus dem Wechselkurse hervor. Es wurde schon darauf hingewiesen, dass die augenblicklichen Zahlungen oft im strikten Gegensatze zu den Verschuldungsverhältnissen stehen können, ja sogar während einer längeren Zeit ein ganz falsches Bild dieser Verhältnisse vorspiegeln können. Berücksichtigt man das, so ergibt sich eigentlich eine ziemlich untergeordnete Rolle der Zahlungsbilanz überhaupt, denn sie ist ja schliesslich nur die Bilanz der auf dem Markte der Zahlungsmittel erscheinenden fälligen Forderungen und Schulden und lässt nicht einmal einen Schluss auf die Wirtschaftslage des Staates zu: Denn der Geldverkehr mit dem Auslande ist noch kein Masstab für die gesamte Wirtschaftslage eines Staates. Wenn wir also auch zugeben, dass der Wechselkurs *der wichtigste Anhaltspunkt für die Beurteilung der Lage auf dem Zahlungsmittelmarkte ist*, so haben wir damit noch sehr wenig gewonnen: Wir wissen, dass ein steigender Wechselkurs auf das Ueberwiegen der Nachfrage nach fremden Wechseln zurückzuführen ist, d. h. dass das Kräfteverhältnis zwischen den Käufern und Verkäufern zugunsten der Letzten ausfällt.

Nun wenden wir uns der Forderungsbilanz zu. Vielleicht lässt sich aus den Wechselkursen auf die Forderungsbilanz ein Schluss ziehen, denn die Zahlungsbilanzposten sind ja, in der Hauptsache, die fälligen Posten der Forderungsbilanz. Und wüssten wir, wie sich die Forderungsbilanz gestaltet, so hätten wir jedenfalls einen Einblick in die Schuld- und Forderungsverhältnisse eines Landes gegenüber dem Auslande erhalten können. Wir haben schon früher ausgeführt, dass die Forderungsbilanz ein Unterbegriff der äussern Wirtschaftsbilanz ist, die äussere Wirtschaftsbilanz umfasst somit die Forderungsbilanz, aber nicht nur diese, denn sie enthält auch alle Schulden und Verpflichtungen, die nicht in Geld oder seinen Ersatzmitteln getilgt werden: alle Waren können als Zahlungsmittel gegenüber dem Auslande verwendet werden, soweit sie eine gewisse Verkehrs- und Absatzfähigkeit im Auslande be-

sitzen. Somit werden solche Tilgungen im Wechselkurse nicht erscheinen. Auch abgesehen von diesem wichtigen Einwand, ergibt sich noch folgendes bez. des Verhältnisses zwischen der Zahlungs- und Forderungsbilanz: Meistens wird ein Rückschluss von der Zahlungsbilanz auf die Forderungsbilanz als möglich angesehen, denn eine dauernd passive Zahlungsbilanz müsse doch eine gleichartige Forderungsbilanz zur Grundlage haben und umgekehrt. Nun werden aber Schulden jahrzehntelang prolongiert oder überhaupt nicht zurückbezahlt (Frankreich und Russland), auch die Zinsen werden oft sehr lange nicht bezahlt. Der Wechselkurs ist aber gerade auf momentanen Zahlungen aufgebaut, lässt daher schwierig auf die erst durch dauernde Beobachtung zu charakterisierende Forderungsbilanz schliessen.[10]) Es liegt gerade in der Natur des Wechselkurses der Ausdruck einer momentanen Preislage zu sein; die Dauermarktlage, das Kennzeichen des Verschuldungsverhältnisses der Staaten untereinander, wird er daher nicht wiederspiegeln können.

§ 4. Die statistische Erfassung des internationalen Wirtschaftsverkehrs.

Eine Ziffermässig genaue Feststellung des gesamten internationalen Wirtschaftsverkehrs eines Landes ist mit den Mitteln der heutigen Statistik nicht erreichbar. Immerhin gibt es Zahlennachweise, welche dem wirklichen Stand der hier in Frage stehenden Verhältnisse so weit entsprechen, dass sie ohne Bedenken zu dessen Beleuchtung verwendet werden dürfen.

Die Forderungsbilanz gegenüber dem Auslande soll uns die Verschuldungsverhältnisse vor Augen führen. Ist ein Land aus der Gesamtheit der Forderungen und Schulden im Auslande grosse Beträge schuldig geworden, so ergeben sich verschiedene Wirkungen: Der Schuldnerstaat kann gezwungen werden Edelmetalle auszuführen. Dadurch wird insbesodnere in Zeiten einer allgemeinen Wirtschaftskrisis oder eines Krieges seine wirtschaftliche und politische Macht geschwächt. Der Schuldnerstaat kann eine Ausfuhr von Werten (Waren, Effekten, Leistungen) zu sinkenden Preisen erreichen. Das bedeutet eine Minderung des Nationalvermögens. Er kann aber auch seine schwebenden Schulden prolongieren oder konsolidieren, wodurch wenigstens für den Augenblick das Uebel beseitigt, die Zahlungsbilanz vielleicht sogar günstig gestaltet wird, freilich auf Kosten der Forderungsbilanz. Eine vierte

[10]) Vergl. hierüber Meyer, a. a. O. S. 12 ff.

Art der Schuldenliquidation wäre die Bankrotterklärung von Privaten oder öffentlichen Körperschaften.

Daraus kann man den allgemeinen Schluss ziehen, dass eine passive Forderungsbilanz in der Regel für das Land von nachteiliger Wirkung, eine aktive — von günstiger ist. Wir sagen «in der Regel», denn wir können uns Fälle denken, wo die Dinge umgekehrt liegen: So kann eine passive Forderungsbilanz Hand in Hand mit kräftigem wirtschaftlichem Fortschritt gehen, besonders in Agrarländern, die sich industrialisieren: die günstige innere Wirtschaftsbilanz wird in diesem Falle ihre Ueberschüsse zur Deckung der Forderungsbilanz abgeben und vielleicht noch darüber hinaus eine Kapitalbildung im Lande ermöglichen. Ein solcher Staat kann seine Verpflichtungen mit Waren und Leistungen zu guten Preisen decken und somit die Forderungsbilanz aktiv gestalten. Als klassisches Beispiel dafür konnte man die Vereinigten Staate von Nord-Amerika vor dem Kriege anführen. Aber eine aktive Forderungsbilanz kann auch nachteilige Wirkungen haben, insbesondere wenn die dadurch erwachsende wirtschaftliche oder politische Macht missbraucht wird, zu Luxusgewohnheiten führt und schliesslich auch die Erschlaffung des Unternehmergeistes einer Nation bewirkt.

Das Gesagte genügt, um die Bemühungen zu rechtfertigen, welche man in der Richtung der Erkenntnis der internationalen Bilanzen an den Tag legt.

Betrachten wir nun die Aussichten, die uns die vorhandenen statistischen Daten bieten, um zu einer Erforschung des fraglichen Gebietes zu gelangen; wir sehen von der Möglichkeit der Ermittlung der Zahlungsbilanzposten und ihrer Saldi vollständig ab, da, wie wir oben ausgeführt haben, diese Ermittlung nicht durchführbar wäre und auch keine grosse praktische Bedeutung hätte. Diejenigen Autoren, die der Ermittlung der Zahlungsbilanz, also des Zahlungsverkehrs mit dem Auslande, grosse Bedeutung zuschreiben, sehen von deren postenmässigen Ermittlung ebenfalls ab, denn, wie Schär schreibt, «das Inland, das mit dem Auslande verkehrt, besteht nicht aus einer Person, sondern aus Millionen; diese Personen leiten ihren Zahlungsverkehr durchaus nicht durch eine einzige Stelle; es ist undenkbar, haarscharf einer Nation vorzurechnen, welchen Betrag sie täglich oder periodisch vom Auslande zu empfangen»[1]) oder an das Ausland zu zahlen hat. Wir betrachten im folgenden die statistische Erfassung der Forderungsbilanz resp. der äussern Wirtschaftsbilanz.

Bekanntlich haben wir eigentlich nur ein Gebiet, auf dem die

[1]) Schär, a. a. O. S. 15.

amtliche Statistik uns anscheinend brauchbares Material zur Verfügung stellt — das ist dasjenige der Handelsstatistik, die richtiger als «Warenstatistik» zu bezeichnen wäre. Dem zwischenstaatlichen Warenhandel wendet man von allen Wertübertragungen die meiste Aufmerksamkeit zu, weil sich die Werte in Waren verkörpern, die besonders sichtbar sind und durch Raum und Gewicht die Verkehrsmittel am stärksten beschäftigen. Es ist aber bekannt, dass auch die Handelsbilanzziffern mit grösster Vorsicht behandelt werden müssen. Alle Arten der internationalen Wertübertragungen können in Waren bewerkstelligt werden; haben wir eine solche Warengegenüberstellung der Ein- und Ausfuhr vor uns, so ist deren volkswirtschaftliche Beurteilung überaus schwierig. Die Waren erhalten ihre eigentliche Bedeutung erst durch ihre Verwendung, je nachdem sie als Verbrauchsgüter dem persönlichen Verbrauch oder als Produktivgüter der weiteren Verarbeitung dienen. Der Aussenhandel umfasst also Waren von sehr verschiedener Bedeutung, über die er selbst noch keine endgültige Rechenschaft gibt. Die Berechnung der Werte erfolgt entweder auf Grund von Erklärungen der Parteien, die oft geneigt sind, die Werte zu niedrig anzugeben, oder auf Grund von amtlichen Durchschnittspreisen, die meistens viel zu schwer beweglich sind und insbesondere in Zeiten grosser Preisschwankungen den tatsächlichen Verhältnissen nicht schnell genug angepasst werden können. Die Werte müssen denjenigen entsprechen, die die Waren beim Passieren der Grenzstationen besitzen. Es müssen daher «Grenzwerte» ermittelt werden. Wenn eine internationale Wasserstrasse die beiden Länder trennt, so müssen die Gewinne des Landes, dessen Flagge das Schiff trägt, berücksichtigt werden. Die Ergebnisse der Hochseefischerei erscheinen als Einfuhr, ohne dass von einem anderen Lande eine Ausfuhr ausgewiesen würde, müssen daher eigentlich als im Inlande hervorgebracht betrachtet werden, werden aber in der Handelsstatistik denjenigen gleichgestellt, die mit Ausfuhr bezahlt wurden. Bei der Erfassung des Durchführ- und Veredelungsverkehrs wird ausser Acht gelassen, wer die Finanzierung des Geschäftes besorgt; die Gewinne aus diesen Geschäften müssen eigentlich in der Bilanz der Erträgnisse internationaler Unternehmugen erscheinen. Ebenso verhält es sich mit den Gewinnen aus dem Warenverkehr im Zollauslande, der von Inländern bewerkstelligt wird, so in Freihäfen etc. Schliesslich muss auch der Schmuggel nicht ausser Acht gelassen werden. Ausser den Frachtgewinnen erzielt ein Land beim Warenverkehr auch andere Gewinne, so die der Vermittlung, Versicherung etc., die in den Warenpreisen stecken, ohne dass aus den handelsstatistischen Ziffern ersichtlich wäre, welchem Lande diese Gewinne zu-

gefallen sind. Auch diese Gewinne gehören in die Bilanz der internationalen Unternehmungen.

Viel grössere Schwierigkeiten bietet die statistische Erfassung der übrigen Teile der Forderungsbilanz. Wir haben soeben gesehen, dass die Erträgnisse der internationalen Unternehmungen oft in den Ziffern der Handelsbilanz stecken. Was die auswärtigen Kapitalanlagen anbetrifft, so ergibt sich die Schwierigkeit festzustellen, in welchen Verkörperungen diese Anlagen geschehen: Der Kapitalbegriff schneidet sich hier mit dem Warenbegriffe. Die Uebertragung von Kapitalien kann in Waren geschehen und es erscheinen dann diese Uebertragungen in der Handelsbilanz. Deren Ausscheidung ist aber unmöglich, da man der Ware nicht ansehen kann, welche Zweckbestimmung sie hat. Die Kapitalübertragung mittelst Wertpapieren entzieht sich sehr leicht der statistischen Erfassung. Aus diesen Uebertragungen können auch gar keine Schlüsse auf die Verschuldung des Landes gezogen werden, denn auch den Wertpapieren sieht man nicht an, zu welchen Zwecken sie übertragen wurden: Ob sie als Unternehmer- oder Leihkapitalien zur Förderung der Produktion beitragen, oder ob sie als Zahlungen beispielsweise für Waren gesandt werden. Dieser Teil der Forderungsbilanz ist sehr wichtig für die Beurteilung ihres Charakters, denn die internationale Kapitalanlage besitzt eine ausgleichende Eigenschaft: Ueberschüsse anderer Teile der Forderungsbilanz finden hier ihren Ausdruck, deren Defizite werden durch sie gedeckt. Ein Land, welches im Laufe mehrerer Perioden regelmässig Anlagen im Auslande vornimmt und nicht gleichzeitig entsprechenden Edelmetallabfluss aufweist, besitzt höchstwahrscheinlich eine aktive Forderungsbilanz. Die Kapitalanlagen sind insofern fassbar, als sie sich meistens in Form von Anleihensaufnahmen vollziehen: Es werden die neueingeführten Wertpapiere ermittelt, dagegen ist man für denjenigen Teil, welcher in unkontrollierbaren Privatunternehmungen steckt, auf Schätzungen angewiesen. Die Mängel der Emmissionsstatistik dürfen hier nicht ausser Acht gelassen werden.

Der zwischenstaatliche Personenverkehr erzeugt Schulden und Forderungen von nicht unbeträchtlicher Grösse. Die Hauptposten bilden hier der Auswanderer- und der Reisendenverkehr. Bei beiden kommt der Unterschied zur Geltung, ob der Fremde als Verbraucher oder als Teilnehmer an der Erzeugung kommt. Beim Auswanderer ist fast immer das letztere der Fall und dann können aus der Auswandererstatistik Anhaltspunkte für den Verlust, welchen das Ursprungsland an Arbeitskraft erleidet, gewonnen werden. Dies wird aber selten in Betracht gezogen, vielmehr inte-

ressieren in dieser Hinsicht die mit der Wanderbewegung verknüpften Zahlungsvorgänge, z. B. die Heimsendung der Ersparnisse der Auswanderer oder der Wanderarbeiter, weniger das mitgenommene Geld. Hier liefern die Post- und Banküberweisungsstatistik einige Daten. Auch eine dauernde Uebersiedlung kann Forderungen an das Ursprungsland schaffen, z. B. bei Pensionisten. Der Reisendenverkehr schafft nur einseitige Zahlungen, denn die Gegenleistung des Reiselandes wird in der Regel immaterieller Natur sein. Zur Ermittlung dieser Zahlungen werden die Umsätze der Hotels, Eisenbahnen etc. zugezogen werden, wobei aber die Ausscheidung der auf die Inländer entfallenden Quoten Schwierigkeiten verursachen wird.

Diese Ausführungen haben uns gezeigt, wie vorsichtig die wenigen vorhandenen ziffermässigen Daten beurteilt werden müssen. Und wenn es auch gelingt, durch deren sorgfältige Verwendung, durch Benutzung der Urteile kompetenter Männer und unter Berücksichtigung der Fehlergrenzen, die oft in die Millionen gehen, ein ungefähres Bild von dem Wirtschaftsverkehr eines Landes gegenüber dem Auslande zu schaffen, so darf dabei niemals vergessen werden, dass dieses Bild immer einseitig bleiben wird, wenn man das wirtschaftliche Leben des Volkes nicht als Ganzes in seinem Zusammenhang werten will, die so gewonnenen Resultate nicht in Beziehung zum Wirtschaftsleben im Innern des Landes gebracht werden. Hier können oft geistige und moralische Kräfte den Ausschlag geben und erst ein richtiger politischer Blick wird die Schätzungen richtig beurteilen können. Wir können somit mit Waltershausen sagen, dass man nicht alles verachten darf, was nicht exakt bewiesen wird, denn die politische Oekonomie kann man nicht wie das Hauptbuch eines Bankgeschäftes aufschlagen.

ABSCHNITT II.

Die schweizerische nationalökonomische Literatur über Zahlungsbilanz und Wechselkurse.

§ 5. Allgemeines.

In der Forschung auf dem Gebiete des Wesens der Wechselkurse und der Ursachen ihrer Schwankungen lassen sich in der schweizerischen Literatur einige Perioden unterscheiden. Solche Perioden werden durch zeitweiligen wirklichen oder vielleicht nur äusserlichen Stillstand voneinander getrennt, während von Zeit zu Zeit ein Höhepunkt der öffentlichen Diskussion oder der wissenschaftlichen Forschung erreicht wird, der mit den allgemeinen wirtschaftspolitischen Vorgängen des Landes auf das engste zusammenhängt.

Wollen wir die Theorien, welche es zu untersuchen gilt, nicht als reine Abstrakte behandeln, sondern ihre Wurzeln bis zu ihrer realen Begründung im Leben selbst verfolgen, so müssen wir stets darauf bedacht sein, den wirtschaftlichen Unterton der Zeit ihrer Entstehung zu berücksichtigen. Denn gerade beim Problem der Wechselkurse ist der Zusammenhang der Volkswirtschaftspolitik mit der Theorie der Nationalökonomie am augenfälligsten und die Lehren der letzteren können sofort am Prüfstein der erstern erprobt werden.

Es ist ohne weiteres begreiflich, dass es eher die wirtschaftlich ungünstigen Vorgänge im Leben des Staates waren, die einen mächtigen Anstoss zur Forschung gaben. Wenn wir die schweizerische Literatur der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts durchblättern, finden wir bis in die 80ger Jahre hinein keine Anhaltspunkte für das, was man eine «Theorie der Wechselkurse» nennen könnte. Ja noch mehr, nicht einmal die Handelspresse, die doch an den Fragen der Valuta überall grosses Interesse bekundet, wagt sich über die lakonische Tatsachenregistrierung der Wechselkursschwankungen hinaus. Und doch stand in der Schweiz die Währungsfrage seit jeher im Mittelpunkte der Diskussion. Das «Desintéressement» der Forschung auf dem uns beschäftigenden Gebiete wird uns vielleicht etwas verständlicher, wenn wir bedenken, dass die Lateinische Münzunion, von ihrer Gründung bis in die 80ger Jahre hinein, für die Schweiz eine sichere Garantie

ihrer Währung bot, durch eben die Währungsgemeinschaft, welche später so verhängnisvolle Folgen für sie gehabt hat. Es war gerade die Devise Frankreich, deren Schwankungen ganz gering geblieben, aber auch die anderen für die Schweiz wichtigen Devisen gingen im Durchschnitte sehr wenig über die Parität bezw. die Goldpunkte hinaus. Die grössten Kursabweichungen von der Parität haben in den Jahren 1880—1884 folgende Grenzen nicht überschritten:[1])

Deutschland: 4,05‰ unter Pari (1882); 6,48‰ über Pari (1880)
London: 3,37‰ « « (1882); 6,94‰ « « (1881)
Frankreich: 1,5 ‰ « « (1882); 2,25‰ « « (1882)

Noch geringer erscheinen die Schwankungen, wenn man die Ueberschreitung der oberen Goldpunkte betrachtet. Sie betrug im Maximum

Für Deutschland: 2,02‰
Für London: 3,16‰
Für Frankreich: 0,25‰

Angesichts solcher Stabilität der Kurse während der bezeichneten Periode, erscheint es durchaus verständlich, dass dieses Gebiet die Gemüter sowohl der Währungstheoretiker, als auch der Praktiker nicht übermässig viel beschäftigte.

Das Bild ändert sich aber im Jahre 1885; die Kurse werden überaus unsicher, grössere Kurseinbussen der Schweizervaluta wechseln mit Perioden eines Disagio der fremden Valuten. Dieser Zustand dauerte fast ununterbrochen bis zum Jahre 1900. Obschon die ersten Vorboten des sich verdüsternden Währungshimmels 1888 erschienen, erhebt sich zuerst eine Diskussion nur in der Handelspresse, die tiefere wissenschaftliche Forschung entwickelt ihre Gedanken erst Ende der 90ger Jahre. Der «Bericht über Handel und Industrie der Schweiz», den wir als das Sprachrohr der Praktiker auf dem Gebiete der Valutaverhältnisse betrachten können, befasst sich schon 1880 und 1881 mit den Ursachen der Wechselkursschwankungen.[2]) Das ist u. W. die erste währungspolitische Berichterstattung in der Schweiz, die den Ursachen des geschilderten Verhältnisses nachzugehen versucht.[3])

---

[1]) Die Berechnungen fussen auf Kursen, die Kalkmanns «Untersuchungen über das Geldwesen der Schweiz» S. 98 ff, entnommen sind.

[2]) «Bericht über Handel und Industrie der Schweiz», erstattet vom Vororte des schweizerischen Handels- und Industrievereins, Bd. 1. 1880/81.

[3]) Abgesehen von einigen sehr allgemein gehaltenen Zeilen in der «Schweiz. Eisenbahnzeitung» vom 7. und 30 Januar 1882.

Seitdem entsteht eine wahre Flut von Aeusserungen, die sich allerdings meistens nur in den Spalten der Tages- und Fachpresse entwickeln. Ausser dem erwähnten Bericht, befassen sich damit auch die Berichte anderer kaufmännischer Organisationen[4]), Banken[5]), die Fachpresse[6]), insbesondere diejenige der französischen Schweiz, da die dortige Finanzwelt besonders an den Folgen der abnormen Kursentwicklung zu leiden hatte.[7]) Auch die amtliche Berichterstattung[8]) und die Debatten der Volksvertretungen[9]) tragen manches zur Beleuchtung des Problems bei. Schliesslich seien noch insbesonders die Schweizerischen Emmissionsbanken erwähnt, die begreiflicherweise die Kursentwicklung aufmerksam verfolgten und sich öfters diesbezüglich ausgesprochen haben.[10])

Was die nationalökonomische Literatur im engeren Sinne anbetrifft, so datiert der Anfang ihrer kritischen Einstellung zum Problem seit dem 19. Oktober 1897, an welchem Tage Geering das Referat «Die Statistik der auswärtigen Wechselkurse» in der Jahresversammlung des Verbandes schweizerischer amtlicher Statistiker und der Schweizerischen Statistischen Gesellschaft hielt.[11]) Zum ersten Male sind hier die Zusammenhänge der Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen betrachtet und daraus die Wichtigkeit der Wechselkursstatistik für die Beurteilung der gesamten Wirtschaftslage des Landes abgeleitet. Die dabei von Geering geschaffene «Wechselkurstheorie» (auch «Verschuldungstheorie» genannt) hat ihre zahlreichen Anhänger gefunden und wurde auch später, wenn auch in etwas modifizierter Form, öfters vertreten.

Diese Wechselkurstheorie war, als sie 1897 durch Geering vorgeschlagen wurde, selbst ein Produkt einer gewissen Meinungskristallisation, eine Verdichtung von Ahnungen, empirischen Tast-

---

[4]) Vergl. «Jahresberichte der Basler Handelskammer» 1898 ff., «Schweizerisches Finanzjahrbuch» 1889/90 ff.

[5]) Vergl. «Kursberichte des schweizerischen Bankvereins» 1898 ff, «Geschäftsberichte der Eidgenössischen Bank» 1897 ff, «Zirkulare der A.-G. Leu & Co.» 1900 ff.

[6]) «Schweizerische Handelszeitung» 1890 ff.

[7]) Vergl. «Bulletin commercial Suisse» 1899 ff.

[8]) Berichte des Bundesrates an die Bundesversammlung, Banknotenkontrolle, 1889 ff., «Jahresberichte des Inspektorates der schweizerischen Emissionsbanken» 1881 ff.

[9]) Stenogrpahisches Bulletin : Ständerat und Nationalrat 1899.

[10]) Vergl. darüber Gygax, «Kritische Betrachtungen über das schweizerische Notenbankwesen mit Beziehung auf den Pariser Wechselkurs», wo die Diskussion im Schosse des Diskontokomitees der schweizerischen Emissionsbanken verfolgt wird.

[11]) «Zeitschrift für schweizerische Statistik» 1898, S. 84 und 132.

versuchen und, nicht zuletzt, das Resultat von Beobachtungen der Vorgänge im Wirtschaftsleben der Schweiz (war doch Geering der ehemalige Chef der schweizerischen Handelsstatistik). Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, dass sie auf der vorhergegangenen empirischen Forschung basiert und das ausspricht, was vielleicht unbewusst oder ungenügend scharf schon früher ausgesprochen wurde. Geering hat aber als erster in konsequenter und systematischer Weise die vorhandenen Voruntersuchungen zu einem logischen Systemgebäude vereinigt und daraus, was das wichtigste scheint, auch die weitgehendsten Schlüsse gezogen.

Wir werden uns daher eingehend mit der Geeringschen Theorie zu befassen haben, wobei wir aber auch die Verfolgung seiner Gedanken zu ihren ursprünglichen vielfach sehr zerstreuten Quellen aufnehmen wollen.

§ 6. Die Wechselkurstheorie von Geering.

Wir haben schon früher betont, dass die Stellung zum Problem des Zusammenhanges der Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen im wesentlichen durch die Einstellung zur Frage des Wesens der Zahlungsbilanz beeinflusst wird. Wir müssen uns also zunächst darüber klar sein, auf welchen Grundlagen die Geeringsche Theorie beruht, d. h. was sie unter Zahlungsbilanz versteht.

Zur Beantwortung dieser Frage stehen uns leider nicht viele Auslassungen Geerings zur Verfügung, denn im erwähnten Referate finden wir nur eine ganz allgemeine Auffassung der Zahlungsbilanz, als einer Zusammenfassung von einerseits der Bilanz des Warenverkehrs und anderseits der ganzen Bilanz der wirtschaftlichen Leistungen, z. T. auch derjenigen anderer Dienstleistungen verschiedenster Art, soweit sie sich im Verkehr mit dem Auslande abspielen.[1]) Die Zahlungsbilanz ist somit ein Begriff, der mit «Zahlungen» anscheinend zunächst nichts zu tun hat und doch sind sie es offenbar, die die Begleichungen der Saldi des Warenverkehrs und der Dienstleistungen bewerkstelligen, indem unmittelbar darauf zwar vom «Ueberwiegen der Forderungen eines Landes an das andere» gesprochen wird, davon aber Angebot und Nachfrage nach fremden Wechseln und die fremden Wechselkurse abgeleitet werden. Wir stehen somit einem Dualismus gegenüber, den wir aber von einem bestimmten Standpunkte aus betrachtend, auf eine einheitliche Auffassung bringen müs-

[1]) Vergl. zit. Referat, Zeitschrift für schweizerische Statistik S. 132 ff.

sen, wenn wir einen festen Rückhalt für eine kritische Einstellung gewinnen wollen.

Wir müssen zunächst zwei Erscheinungen voneinander trennen: Die erwähnte Zahlungsbilanz, welche den Warenverkehr und die Dienstleistungen umfasst, wäre als eine Forderungsbilanz im Sinne unserer Definition im § 2 anzusehen. Diese Forderungsbilanz wird aber ohne Trennung der beiden Begriffe zugleich als eine Zahlungsbilanz in unserem Sinne aufgefasst: Sie liefert das Material für den Zahlungsmittelmarkt und sie ist nach Geering gleichzeitig die Gegenüberstellung der aus den Forderungen und Schulden resultierenden Zahlungsmitteln, wobei bei ihm nur die Wechsel in Betracht gezogen werden. Die von uns so scharf betonte Notwendigkeit der Trennung dieser beiden Begriffe ist hier also nicht durchgeführt. Wir sind geneigt, die Zahlungsbilanz Geerings als die Grundzahlungsbilanz aufzufassen, hinter welcher die eigentliche Forderungsbilanz steht, wobei die letztere ihre sämtlichen Posten auf den Zahlungsmittelmarkt durch die Vermittlung der Zahlungsbilanz einwirken lässt. Für den unten zu besprechenden Einfluss auf die Wechselkurse ist also ganz gleichgültig, ob wir von einer Forderungsbilanz bei Geering oder einer Zahlungsbilanz in unserem Sinne sprechen.

Schon diese Basis der Geeringschen Ausführungen nötigt zu einer Stellungnahme, denn der erwähnte Mangel der Trennung der beiden Begriffe verursacht eine prinzipiell andere Beurteilung des Einwirkens dieser Bilanzen auf die Wechselkurse. Dieser Mangel äussert sich darin, dass die beiden Bilanzen fortwährend vermengt betrachtet werden und bald eine, bald die andere, bald beide zusammen ihre Wirkungen ausüben. Charakteristisch ist in dieser Beziehung der Satz: «Jedes Ueberwiegen der Forderungen eines Landes an das andere muss unfehlbar sofort in Rarheit und Teuerung von Wechseln zu Tage treten» (a. a. O. S. 133). Die Veränderungen der Forderungsbilanz bewirken also unbedingte und proportionelle Veränderungen auf dem Markte der Wechsel. Dieser Satz ist für uns nach den Ausführungen im § 2 ohne weiteres abzulehnen.

Doch ist es nicht die Forderungsbilanz, welche Geering als Ausgangspunkt seiner Betrachtung benützt; das ist die Zahlungsbilanz, was ganz deutlich aus dem Inhalte dieser Zahlungsbilanz hervorgeht. Die Posten der Zahlungsbilanz setzen sich nach Geering ausser den Posten des Warenverkehrs noch aus folgenden Teilen zusammen: Wirtschaftliche Dienstleistungen, so Ein- und Ausfuhr von Wertpapieren, Eingang und Abführung von Zinsen und Dividenden fremder Effekten im schweizerischen Besitz und schweizerischer Effekten im ausländischen Besitz, die Ein- und

Ausgänge der Gewinnsaldi aus industriellen und kommerziellen Unternehmungen von Schweizern im Auslande und von ausländischen Unternehmungen in der Schweiz etc. Es ist hier überall die Rede von den Bewegungen der Zahlungsmittel und nicht vom Entstehen von Schulden und Forderungen, wie dies auf den ersten Blick vielleicht anzunehmen wäre. Diesen Beweis liefert uns die berühmte Formel: Ueber den jeweiligen Stand der Zahlungsbilanz sind wir durch ein Barometer unterrichtet, welches mechanisch fungiert mit geradezu absoluter Zuverlässigkeit; dieses Barometer sind eben die Wechselkurse.[2]) Selbstverständlich hat der Stand der Forderungen und Schulden eines Landes gegenüber dem Auslande eine Bedeutung für Nachfrage und Angebot auf dem Zahlungsmittelmarkte, speziell auf dem Markte der fremden Wechsel, nur ist eben der Stand der internationalen Verpflichtungen nicht unbedingt und nicht allein massgebend für die Gestaltung des Zahlungsmittelmarktes.[3])

Auch erscheinen Zahlungsmittel, insbesondere Wechsel auf dem Markte, ohne dass sie als Grundlage ein Forderungsverhältnis hätten, denn die Wechsel werden oft benutzt nicht um wirkliche Tilgungszahlungen, sondern lediglich vorübergehende Ausgleichsoperationen zu bewerkstelligen, so die Wechsel welche geschaffen werden, um eine im vorhinein bekannte, regelmässig auftretende zeitliche Unstimmigkeit zwischen Schulden und Forderungen gegenüber dem Auslande auszunützen, alle Arten von Finanzwechseln, denen keine Forderung zu Grunde liegt.

Andererseits braucht nicht jede Forderung ihren Ausdruck in einer Zahlung durch Wechsel zu finden. Wir sehen dabei von der Möglichkeit der Schuldentilgung durch andere international gebräuchliche Zahlungsmittel ab; vielmehr denken wir jetzt an die Begleichung der Forderungen durch Warensendungen. Dies führt uns zu dem Punkte der Geeringschen Theorie, der die Bedeutung der Handelsbilanz für den Wechselkurs bespricht; es heisst bei ihm: «Die Erklärung dafür (dass unsere Valuta von Jahr zu Jahr sinkt) liegt einerseits in der raschwachsenden Pasivität unserer

---

[2]) Dieselbe Formel hat Geering auch später ausgesprochen, vergl. z. B. seinen Artikel «Schweizerische Zahlungsbilanz und Währungspolitik» in der «Neuen Zürcher Zeitung» vom 3. März 1898, wo er u. a. ausführt, dass für die Beurteilung der Zahlungsbilanz eines Landes der Stand der auswärtigen Wechselkurse das einzige Kriterium sei.

[3]) Vergl. was wir oben (§ 2, S. 39 ff. und § 3, S. 43 ff.) ausgeführt haben und bei Schmidt a. a. O. S. 45.

Warenbilanz» (a. a. O. S. 137)[4]). Ueber den Wert der Ziffern der amtlichen Handelsstatistik haben wir ausführlich im § 4 gesprochen; dass Geering selbst ihnen eine nicht zu grosse Bedeutung beimisst und sich der grossen Fehlerquellen bewusst ist, ersehen wir aus seinem Referate: «Ueber den gegenwärtigen Stand der schweizerischen Handelsstatistik», den er im Jahre 1889 an der Jahresversammlung der schweizerischen Statistischen Gesellschaft hielt.[5]) Dort heisst es z. B.: «Die Fehlerquellen der Handelsstatistik sind durchaus nicht weniger zahlreich und verhängnisvoll, als auf jedem anderen Gebiete. Die Merkmale für Beurteilung von Nettogewicht und Wert sind oft recht unzulängliche.» Für die Schweiz kommen insbesondere folgende Erwägungen in Betracht: Einer der bedeutenden Abnehmer der schweizerischen Produkte war seit jeher die Nordamerikanische Union; schon 1888 betrug der schweizerische Export nach den Vereinigten Staaten 88 Millionen Franken, was ca. 13% des Gesamtexportes der Schweiz ausmachte; da die Vereinigten Staaten einen Wertzoll erheben, so ist die Versuchung von Seiten der Exporteure die Waren mit möglichst niedrigem Werte anzugeben, sehr begreiflich. Es ist

---

[4]) Darüber hat sich Geering noch öfters im gleichen Sinne ausgesprochen. So schrieb er in der «Neuen Zürcher Zeitung», am 16. März 1897 unter dem Titel «Unsere wirtschaftliche Lage gegenüber dem Auslande» : «Die zunehmende Mehreinfuhr von Waren erklärt zu einem grossen Teile die fortgesetzte Entwertung unserer Landesgewährung. Der Pariser Kurs ist Jahr für Jahr genau parallel mit dem Ueberschuss der Wareneinfuhr über die Ausfuhr gestiegen und gefallen» ; am 17. März 1897 : «Die Verschlechterung unserer Wechselkurse auf das Ausland datiert nun genau von dem Zeitpunkte her, wo in vielen schweizerischen Exportindustrien eine Absatzstockung eintrat, während gleichzeitig der Einfuhr aus Frankreich wieder Tür und Tor geöffnet wurde» (gemeint ist die Beendigung des Zollkrieges mit Frankreich im Jahre 1895) und am 3. März 1898 : «Seit 1894 ist die schweizerische Valuta von Jahr zu Jahr tiefer gesunken. Die Erklärung wurde und wird mit vollem Rechte in erster Linie in der wachsenden Passivität der Schweiz im Warenverkehr mit dem Auslande gesucht». Auch später hielt er an dieser Anschauung fest, so lesen wir beispielsweise in der «Neuen Zürcher Zeitung» am 15. Juli 1900 : «Die starke Einfuhr gilt mit vollem Rechte als eines der Hauptmomente unserer Valutakrisis», Im «Jahr- und Adressbuch für Finanz-, Bank- und Versicherungswesen» für das Jahr 1901 S. 5 schrieb er zum gleichen Thema : «Die stärkste Gruppe der Guthaben und Verpflichtungen der Schweiz gegenüber dem Auslande entspringt dem Warenverkehr. Von 1894 bis 1899 war die Entwicklung des Passivsaldos parallel mit dem Hochstand des Pariserkurses».

[5]) «Zeitschrift für schweizerische Statistik». 1889. S. 345.

also gut möglich, dass schon in diesem einzelnen Posten eine grosse Fehlerquelle verborgen lag, deren Einfluss auf die gesamte Handelsbilanz keineswegs gering einzuschätzen wäre. Eine ganz grosse Fehlerquelle, speziell für die Schweiz, liegt in dem Umstande, dass sie einen grossen Teil ihrer Produkte in Länder ausführt, die nicht unmittelbar an sie grenzen, so nach England und den Vereinigten Staaten. Beim Vergleich der schweizerischen Exportzahlen mit den englischen und amerikanischen Importzahlen wird sich unbedingt eine Differenz herausstellen müssen, die sich aus den Kosten des Transports, der Versicherung und der kaufmännischen Behandlung der in Frage kommenden Güter erklärt, und die wegen der grossen räumlichen Entfernung besonders stark ins Gewicht fällt. Dies hat Geering selbst hervorgehoben, indem er die betreffenden schweizerischen und amerikanischen Zahlen für das Jahr 1888 verglich.[6]) Eine ähnliche Korrektur nimmt er bei der Analyse der Handelsverhältnisse mit Frankreich vor,[7]) indem er die Einfuhrziffern durch Abzug von nichtfranzösischen Rohstoffen reduziert und dadurch zu einer um 7 Millionen kleineren französischen Einfuhr der Schweiz für das Jahr 1899 gelangt.

Die Tatsache der mangelhaften Handelsstatistik führt ihn indessen zu keinen weiteren Schlussfolgerungen bez. der Forderungsbilanz und doch ist diese Fehlerquelle höchst bedeutsam für diese oder eine andere Gestaltung der Forderungsbilanz: Denn die Statistik der Handelsbilanz lässt es völlig unklar, wer die erwähnten Kosten trägt und wer sie empfängt. Für die Schweiz wird es kaum der Fall sein, dass sie diese Kosten selbst trägt, da ihre Eisenbahnlinien nur kurze Strecken im Vergleich zur Gesamtlänge des Weges bis zum Einfuhrhafen darstellen und da sie weder eigene Schiffe, noch eigene Banken im Uebersee besass, wie es z. B. bei England der Fall war. Wir müssen also annehmen, dass diese Dienste entweder vom Einfuhrlande, wie das bei England sicherlich der Fall ist, geleistet werden oder dass ein drittes Land, im Falle der Vereinigten Staaten wahrscheinlich ebenfalls England, dieselben übernimmt. Doch können andere Dienste, wie z. B. Versicherungen, Kosten der Auslandsreisenden event. durch die Schweiz selbst geleistet werden, es konnten also in den Zahlen der Handelsstatistik Beträge enthalten sein, die bei der Einfuhr abzuziehen bezw. bei der Ausfuhr zuzuschlagen wären, wenn der ganze Gewinn des Warenverkehrs in der Handelsstatistik ausgewiesen werden sollte; wohl ist es möglich, dass diese Gewinne in anderen Teilen der Forderungsbilanz versteckt wären, da aber für

[6]) a. a. O. S. 346.
[7]) «Allgemeine Schweizer Zeitung», März 1900.

die betreffende Periode solche Aufnahmen nicht vorliegen, so müssen die handelstatistischen Zahlen soweit als möglich richtiggestellt werden.[8])

Wenn wir uns die eingangs erwähnte Möglichkeit vergegenwärtigen, dass Warentransporte nicht nur Forderungs- und Schuldverhältnisse begründen, sondern auch zu ganz anderen Zwecken ausgeführt werden, so als Rückzahlung von Anleihen, Deckung für Kredite, überhaupt für jede Art der Wertübertragung benützt werden können, so entstehen weitere Zweifel, ob wir den nackten Zahlen der Handelsstatistik ohne weiteres Glauben schenken können.

Schliesslich sei noch ein Moment in Erwägung gezogen: Die Art und Weise des Konsums der eingeführten Waren. Geering selbst äussert sich dazu wie folgt:[9]) «Es dürfen keineswegs bloss die Betriebsfonds für die Exportproduktion, die in kurzen Fristen wieder vom Auslande her eingebracht werden, als notwendige und rentable Anlagen angesehen werden. Die ganze ungeheuer wachsende Einfuhr der Schweiz an Metallen dient zur Zeit zu einem sehr wesentlichen Teile der Erschliessung und Nutzbarmachung unserer einheimischen Wasserkräfte. Selbstverständlich müssen diese ausserordentlichen Importe unsere Waren- und Zahlungsbilanz momentan ungünstig beeinflussen. Andererseits soll aber auch in Bezug auf unsere Milliardeneinfuhr nicht geleugnet werden, dass unser Volk namentlich in seinen materiellen Lebensgewohnheiten und Genüssen sehr weitgehende Ansprüche ans Leben stellt.» Dass eine solche Differenzierung gemacht werden muss, geht auch aus anderen Artikeln Geering hervor: in der «Neuen Zürcher Zeitung» schrieb er am 16. März 1897: «Es wird sich wesentlich darum handeln müssen, die Einfuhr auf das Notwendige und auf das Wirtschaftlich Fruchtbringende einzuschränken» und daselbst am 15. Juli 1900 unter dem Titel «Valuta und Zahlungsbilanz», dass ein Mittel zur Herstellung des Gleich-

[8]) In diesem Zusammenhange ist es interessant festzustellen, dass auf das Vorhandensein solcher Gewinne aus Dienstleistungen im Warenverkehr, die aus der Statistik des Warenverkehrs nicht ersichtlich sind und mangels anderer Aufstellung überhaupt unberücksichtigt bleiben, Geering selbst aufmerksam gemacht hat; so schrieb er in der «Neuen Zürcher Zeitung» vom 4. März 1898: «Schweizer Firmen handeln nach aller Welt.... Eine schweizerische Handelstatistik über diese Outsiders gibt es nicht und kann es nicht geben, weil ja die so gehandelten Waren zu einem guten Teile den Boden der Schweiz gar nicht berühren. Und doch halten wir gerade diese Elemente unserer internationalen Zahlungsbilanz für eine der wichtigsten».

[9]) a. a. O. S. 140.

gewichtes der schweizerischen Zahlungsbilanz die Stärkung der einheimischen Industrie zur Vergrösserung des Exportes sei. Dazu ist aber eine starke Einfuhr von Produktions- und Betriebsmitteln notwendig; diese Einfuhr darf nicht eingeschränkt werden, obwohl sie eine der Hauptursachen der Valutakrisis ist. In der Expertenkommission, die vom Finanzdepartement zur Besprechung von Masnahmen zur Hebung der Valuta einberufen wurde, äusserte er sich folgendermassen: «Bei uns ist seit den Jahren 1894 und 1895 zu viel gegründet worden; aber man muss sich hüten, diese Gründungen unterschiedslos zu verurteilen. Es ist scharf zu unterscheiden zwischen produktiven und unproduktiven Verwendungen.»[10])

Soviel über die Handelsbilanz. Wir mussten uns notwendigerweise etwas länger mit ihr beschäftigen, da sie doch die Grundlage der Ausführungen Geerings bildet, was ja auch durchaus verständlich ist, denn einen eindrucksvollen, schlagenden Beweis des Parallelismus zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen konnte Geering beim besten Willen schon darum nicht geben, weil ihm dazu die Ziffern fehlten. Und so hat er aus der Forderungsbilanz die Handelsbilanz herausgegriffen und sie den Wechselkursen gegenübergestellt.

Gehen wir jetzt etwas näher auf diesen Parallelismus von seiner ziffernmässigen Seite ein.

Die Untersuchung Geerings erstreckt sich nur auf die Devise Frankreichs, die für die Schweiz leitend und massgebend sein soll für den Stand der übrigen Devisenkurse.[11]) Der Entwicklung der Pariserdevise werden die Schwankungen des Diskontosatzes in der Schweiz und in Frankreich und die Bewegung der Silbertaler zwischen der Schweiz und Frankreich gegenübergestellt. Dieser letzte Verkehr bewegt sich tatsächlich in einer Kurve, die derjenigen der Wechselkurse im grossen und ganzen entspricht. Die Tatsache des regen Silbergeldverkehres zwischen der Schweiz und Frankreich beruht bekanntlich einerseits auf der Möglichkeit, die Schulden in Frankreich durch Silber zu begleichen, wenn der Wechselkurs so hoch steht, dass sich die Versendung von Silbergeld rentiert, andererseits auf der spekulativen Ausfuhr von Silbertalern — der sog. «Drainage»[12]), welche das Land von Silber entblösst und die Notenbanken zwingt, sich das Silber wieder von

---

[10]) S. 44 des Protokolls der Sitzungen der genannten Kommission.

[11]) Das hat später Anlass zu heftiger Kritik gegeben, so bei Freimann, worüber wir weiter unten sprechen.

[12]) Darüber siehe insbesondere Gygax, a. a. O. Kap. II und Geering «Die Silberdrainage und ihre Bekämpfung», «Neue Zürcher Zeitung» vom 8. Juni 1900.

Frankreich kommen zu lassen. Das Silbergeld wird nach Geering dann zur Versendung nach Frankreich gelangen, wenn die Pariser Wechsel in der Schweiz teuer sind, was für ihn ja mit ungünstiger Zahlungsbilanz identisch ist. Auf diese Weise ist die Verbindung zwischen der Zahlungsbilanz und dem Silberverkehr hergestellt; vergleicht man jetzt die Schwankungen der Silbereinund Ausfuhr mit den Wechselkursschwankungen, so gewinnt man dadurch die nötigen Grundlagen für den Parallelismus zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen. — Es ist ganz verständlich, dass der Silberverkehr und die Wechselkurse parallel verlaufen: Ist doch die Ausfuhr von Silber eben die Wirkung von hohen Wechselkursen, dagegen werden die grössten Silbermengen von den Banken dann eingeführt, wenn der Kurs dazu am günstigsten, d. h. niedrig steht. Es entsteht aber die Frage, ob man von dieser Silberbewegung auf die Zahlungsbilanz schliessen kann. Ist die Zahlungsbilanz ungünstig, d. h. überwiegen momentan Zahlungen an das Ausland, so brauchen die Wechselpreise nicht unbedingt bis zum Silberpunkte zu steigen, ganz abgesehen von den Einwendungen, die gegen den Zusammenhang zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen früher dargelegt wurden. Vielleicht wird die Nachfrage schon früher befriedigt, so dass eine ungünstige Zahlungsbilanz noch gar nicht im Versande von Silbertalern zum Ausdrucke kommt. Ist diese Nachfrage aber so gross, dass die Wechselpreise über den Silberpunkt hinausgehen, so werden zwar Silbertaler zur Begleichung der Schulden, die aus der Forderungsbilanz herauswachsen, gekauft, aber nicht nur zu diesem Zwecke; denn es wird jetzt die Spekulation auftreten und die Tendenz noch verschärfen, so dass erheblich grössere Mengen ausgeführt werden, als es der Stand der Forderungsbilanz erforderte. Wir können somit die Schwankungen der Silberbewegung noch keineswegs als gleichbedeutend mit den Schwankungen des Saldos der Zahlungen für Schuldentilgung betrachten.

Das noch aus dem einfachen Grunde nicht, weil die Zahlen der Edelmetallstatistik uns gar kein richtiges Bild von der tatsächlichen Bewegung geben.[13]) Abgesehen davon, dass, nach Geering, in den ersten Jahren der handelsstatistischen Kontrolle diese noch nicht zuverlässig war, kann nur die Einfuhr den richtigen Ausdruck für die Stärke des Silberabflusses geben; denn die Einfuhr wird durch die Banken getätigt, die keinen Grund haben, diese Bezüge falsch zu deklarieren und sie werden nur soviel einführen, als zur Füllung ihrer Kassen notwendig ist; das ist aber

[13]) So Geering selbst in der «Neuen Zürcher Zeitung» vom 8. Juni 1900.

soviel, als zur Deckung der Verbindlichkeiten und durch die Drainage ausgeführt wurde. Dagegen entzieht sich die Ausfuhr grösstenteils der Kontrolle, da die Drainageure ihr Gewerbe im Dunkeln betreiben und nur ein kleiner Teil der durch sie getätigten Ausfuhr durch die Postzollämter erfasst wird. Je höher der Pariserkurs steigt, desto unzuverlässiger werden die Ausfuhrziffern. Die deklarierte Ausfuhr enthält also die Zahlungen der Bank- und Handelsfirmen zur Schuldentilgung an Frankreich, aber auch die Sendungen der Drainageure. Aber auch die Nichtspekulanten werden sich bei ungünstigen Kursen verleiten lassen, Silber nach Frankreich zu senden, ohne dass sie momentan dort etwas zu begleichen hätten, vielleicht um dort vorläufig Guthaben zu schaffen, die für die später regelmässig einsetzenden Bezüge Deckung schaffen und aus denen die Bezahlung erfolgen wird. Es ist daher klar, dass die Silberausfuhr, an und für sich genommen, ohne Differenzierung der reinspekulativen von den quasispekulativen und den effektiv notwendigen Posten gar nicht Aufschluss über die hinter ihr stehende Forderungsbilanz geben kann. Somit ist der Zusammenhang zwischen der Forderungsbilanz resp. der Zahlungsbilanz, dem Silberverkehr und den Wechselkursen keineswegs so ein direkter und unbedingter, wie es Geering meint. Es konnte eher aus der Silberbewegung auf die Forderungsbilanz und innerhalb dieser auf die Spekulationsbilanz geschlossen werden, ein Resultat, welches aber für die Beurteilung der Wechselkursschwankungen fast keine Bedeutung besitzt.

In diese Zusammenhänge tritt als ein drittes Element der Wechseldiskont ein.

Die Gestaltung der Diskontsätze in verschiedenen Ländern beeinflusst in grossem Masse die Bewegung der anlagesuchenden Kapitalien. In normalen Zeiten sind die Zinsdifferenzen die Hauptursache der zwischenstaatlichen Kapitalbewegungen. Sobald die Zinsdifferenz die Kosten des Abschlusses des Geschäftes und das Risiko internationaler Geldanlage (normales Geschäftsrisiko und das Risiko der Wechselkursänderungen) übersteigt, oder sogar schon früher, da ja die Spekulation schon die künftige Zinslage eskomptiert und ausserdem die Möglichkeit eines Kursgewinnes in Aussicht hat, steht der Verschiebung der Kapitalien nichts im Wege. Sind solche Verschiebungen durch staatliche Massnahmen erschwert oder verboten, oder herrscht zwischen zwei Nationen Misstrauen, so bietet selbstverständlich die grösste Zinsdifferenz keine Möglichkeit zu ihrer Ausnützung.

Die Schweiz nahm seit jeher eine vermittelnde Stellung auf dem internationalen Geldmarkte ein. Die grosse Kapitalakkumulation in Frankreich, wo keine Anwendung für die gesammelten

Kapitalien vorhanden war (mangelnder Unternehmungsgeist und eine sehr niedrige Rendite), veranlasste die Schweiz in Frankreich Kredite zu relativ billigem Zinsfusse aufzunehmen, um das Geld entweder dem Inlandsmarkte zuzuführen oder an andere Staaten weiterzugeben, oft mit einem grösseren Risiko, aber auch zu höheren Zinssätzen. Diese Kreditoperationen haben einen sehr starken Einfluss auf den französischen Wechselkurs. Steht der französische Diskont wesentlich unter dem schweizerischen,[14]) so werden viele Kredite in Frankreich genommen. Diese erscheinen am Markte der Zahlungsmittel in der Schweiz als Angebot an französischen Wechseln, der Kurs wird sinken. Der umgekehrte Fall tritt selten ein, höchstens dann, wenn schweizerische Schuldner ihre Kredite zurückzahlen. Auch der dritte Fall, nämlich die annähernde Gleichheit der schwezerischen und französischen Zinssätze,[15]) ist für die Sweiz nicht mehr aktuell; nur in diesem letzten Falle wird der Kurs nicht ausschliesslich von der Zinsdifferenz geleitet, da sich deren Wirkung nicht im Voraus berechnen lässt: Die kleine Spannung kann in einzelnen Fällen sehr verschieden wirken, denn sie erscheint dem einen gerade noch vorteilhaft für die Abwicklung seines früher abgeschlossenen Geschäftes, den anderen regt sie doch noch zum Abschlusse eines neuen Geschäftes an.

Die oben angeführten Tatsachen entsprechen vollkommen den Ansichten Geerings.[16]) In einer Tabelle bemüht er sich die Schwankungen der Wechselkurse und der Diskontsätze in Beziehung zu bringen und es muss gesagt werden, dass es ihm vollkommen gelingt. Für uns entsteht aber die Frage nach dem Werte dieser Erkenntnis. Wie gesagt, ist die Zinsdifferenz in normalen Zeiten für den Wechselkurs ein Faktor ersten Ranges. Diese Differenz schafft Veränderungen am Zahlungsmittelmarkt und setzt Ka-

---

[14]) Durschnittliche Diskontsätze in: (Jahresbericht der Banknotenkontrolle)

Jahr	Fr.	Schw.	Jahr	Fr.	Schw.	Jahr	Fr.	Schw.
1851—60	4.16	4.18	1888	3.10	3.13	1894	2.50	3.17
1861—70	3.95	4.61	1889	3.10	3.17	1895	2.10	3,27
1871—80	3.76	3.94	1890	3.—	3.88	1895	2.—	3.94
1881—85	3.34	3.51	1891	3.—	3.92	1897	2.—	3.92
1885	3.—	3.09	1892	2.69	3.09	1898	2.20	4.31
1887	3.—	2.91	1893	2.50	3.37	1899	3.06	4.97

[15]) Obige Tabelle zeigt, dass diese Gleichheit längst verschwunden ist; mit Ausnahme der Jahre 1885, 1887 und 1888 erweitert sich die Marge.

[16]) Ausser im Referat sprach er sich noch mehrmals darüber aus: So in der NZZ vom 17. März 1897 und 15. Juni 1900, im «Jahr- und Adressbuch» 1900/01.

pitalien in Bewegung. Dadurch entstehen neue Posten in der Forderungsbilanz resp. alte Posten werden in die Zahlungsbilanz hinübergeschoben und abgewickelt. Um den Mechanismus dieses Ausgleiches zu verstehen, muss man sich des Unterschiedes zwischen lang- und kurzfristigen Wechseln bewusst sein. Alles früher Gesagte bezog sich auf kurze Wechsel. Bei langen Wechseln werden sich, infolge deren Kursabweichung vom kurzen Kurse, höhere Zinsen ergeben, als der billige Diskont des kreditgebenden Landes: Daher wird man in der Regel kurze Wechsel auf das kreditgebende Land im kreditnehmenden kaufen. Nun basieren aber die Handelsgeschäfte auf langen Wechseln. Die Handelsbilanzposten werden teilweise kreditiert, in der Regel auf drei Monate; auch andere Teile der Forderungsbilanz ergeben lange Wechsel; es werden daher nur ca. $^1/_4$ aller aus der Handelsbilanz entstehenden Auslandswechsel jederzeit zur Barschaft gemacht werden können durch Ueberführung in das bezogene Land, durch Diskontierung bei den dortigen Banken oder durch Verkauf auf dem inländischen Geldmarkte.[17]) Somit ist die Zinsdifferenz der Ausgangspunkt der Wellenbewegung, die sich über die Forderungs- und Zahlungsbilanz auf die Wechselkurse verpflanzt, wobei sie auf dem Wege in der Zahlungs- und Forderungsbilanz teilweise aufgefangen wird und dann oft gar nicht auf den Zahlungsmittelmarkt oder auch nur teilweise einwirkt. Damit soll aber nicht gesagt werden, dass diese Verpflanzung darum vor sich geht, weil die Bilanzen mit den Wechselkursen in einem zwangsmässigen Zusammenhange stehen: Darum weil die Zinsgeschäfte Anlass zu Wechselkreierungen geben, diese Wechsel zu Kapitalverschiebungen — also zur Entstehung von Forderungsverhältnissen — benützen, wirken sie über die Bilanzen auf die Wechselkurse; dies ist die einzige Brücke, die in diesem Falle die Forderungs- und Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen verbindet.

Heutzutage wird der Geldmarkt, in erster Linie der Zinsmarkt, von irgend welchen Stellen bewusst beeinflusst oder beherrscht. Die ganze Diskontopolitik der Notenbanken gehört hierher. Die Wichtigkeit der Mittel der Diskontopolitik für die Gestaltung der Wechselkurse wurde schon frühzeitig in der Schweiz erkannt. Praktisch wirkte sich aber dies so lange nicht aus, als die zahlreichen Notenbanken keine einheitliche Diskontopolitik betreiben konnten und wollten. So lange das private Erwerbsinteresse solcher Banken die Rücksicht auf das allgemeine Interesse an einer stabilen Valuta verdrängte, gab es in der Schweiz keine

[17]) Schmidt, a. a. O. S. 221.

Diskontopolitik im wahren Sinne des Wortes.[18]) Erst 1893 beschloss die Mehrzahl der sog. Konkordatsbanken den Diskontosatz auf einer bestimmten Höhe zu halten, um die Barbestände im Inlande zu schützen. Die Wirkung dieser Uebereinkunft wurde übereinstimmend als günstig erklärt: Der Diskontosatz wurde stabiler, die Barvorräte der Banken stiegen und, was uns in erster Linie interessiert, der Wechselkurs auf Paris sank.[19]) Nach Geering fand diese Vereinbarung als Abwehrmassnahme gegen die spekulative Tätigkeit mancher Kleinbanken, die die Silberdrainage betrieben, statt. Wie dem auch sei, ist dieses Fallen des Pariserkurses nichts natürliches, der Kurs sei «künstlich korrigiert» worden, da eine $2^1/_2$%ige Differenz gegenüber dem Pariser Satze geschaffen wurde. — Diese künstliche Korrektur ist es, die uns interessiert. Es ist somit schon damals möglich gewesen, durch ein einheitliches Vorgehen solche Situationen zu schaffen, bei welchen eine Hausse des Schweizerfrankens stattfinden konnte, ohne dass ein Grund dafür in den Verschuldungsverhältnissen der Schweiz (um mit Geering zu sprechen) vorhanden wäre. Oder, unserer Terminologie angepasst, es entstanden dabei Ausgleichsposten in der Ausgleichsbilanz, die je nach Bedarf auf den Zahlungsmittelmarkt einwirkten und so eine gewünschte Marktkonstellation erzielen konnten. Vom Nichtvorhandensein von Verschuldungsverhältnissen kann man eigentlich auch jetzt nicht sprechen, denn das Sinken des Pariserkurses war die Folge erhöhter Kapitalverschiebungen aus Frankreich in die Schweiz, diese trugen schliesslich noch mehr zur Verschuldung an Frankreich bei, da sie früher oder später zurückgezahlt werden mussten. Im Sinne Geerings wurde aber die Forderungsbilanz nicht berührt, denn er spricht von einer Verschuldung, die aus einem regulären Handels- und Dienstverkehr hervorgeht. Fassen wir auch die Forderungsbilanz als eine «zeitlose» auf, so kompensieren sich die Zurverfügungstellung der Kapitalien mit den Verpflichtungen zu ihren Rückzahlungen. Nur die Tatsache, dass die Forderungsbilanz dabei im ungünstigsten Sinne beeinflusst wird, wird von Geering beobachtet, nicht aber, dass die Erhöhung der Diskontosätze für die momentane Gestaltung der schweizerischen Zahlungsbilanz sogar günstig ist. Diesem Fehler begegnen wir so oft, als der Mangel der Trennung der Zahlungsbilanz sich bemerkbar macht.

---

[18]) Vergl. darüber insbesondere : Landmann, «Prinzipien der Diskontopolitik» S. 17, 66, 114 ; Gygax, a. a. O. Kap. IV ; Kalkmann, a. a. O. S. 76 ; Jahresbericht des Banknoteninspektorates 1891.

[19]) Gygax, a. a. O. S. 195 ; Geering, zit. Referat, S. 135 ; Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1893.

Das Ergebnis dieser Betrachtungen ist, dass bei Geldmärkten, die nicht völlig frei sind in der Festsetzung ihrer Zinssätze, die Wechselkurse zwar keinen Ausdruck der Verschuldungsverhältnisse, die aus den «normalen» Transaktionen zwischen zwei Ländern herauswachsen, geben, dass sie aber nach wie vor das Verhältnis derjenigen Teile der Gesamtzahlungsbilanz zum Ausdruck bringen, die, künstlich geschaffen, einen Druck auf den Markt der Zahlungsmittel ausüben. Ob sich dieser Teil «Ausgleichsbilanz» nennt und nicht auf den regulären Handelsgeschäften basiert, ist schliesslich in diesem Zusammenhange belanglos. Das Primäre ist auch hier die Zahlungsbilanz, da ja nur diese, wenigstens teilweise, mit den Wechselkursen in Verbindung steht, da die Kräfte, deren Ausdruck der Wechselkurs ist, in der Gesamtzahlungsbilanz ihren Ursprung haben.[20])

Nachdem wir die drei Hauptthesen Geerings betrachtet haben, möchten wir nur noch einen Satz aus seinem Referate herausgreifen, der uns so bedeutsam erscheint, dass er die ganze Theorie umzustossen droht: Das ist die Notwendigkeit, bei Beurteilung der Aufzeichnungen des «Barometers der Zahlungsbilanz» — der Wechselkurse, von der inneren Struktur der schweizerischen Forderungsbilanz, von den Stärkeverhältnissen ihrer verschiedenen Elemente, ganz absehen zu müssen; darüber sagen uns die Wechselkurse gar nichts. Und doch scheint uns gerade dieses innere Verhältnis höchst bedeutsam zu sein für die Entscheidung der Frage, ob wir von den Wechselkursen auf die Forderungsbilanz rückschliessen können. Die ganze Theorie gipfelt schliesslich darin, dass durch das Ablesen der Wechselkurse die Forderungs- resp. Schuldverhältnisse der Schweiz gegenüber dem Auslande beurteilt werden können. Können wir es aber wirklich, wenn die Gründe, die zur momentanen Kursgestaltung geführt haben, uns unbekannt bleiben? Es ist klar, dass es nicht gleichgültig ist, welcher Teil der Forderungsbilanz auf den Zahlungsmittelmarkt eingewirkt hat, ob die Quelle der Bewegung in den Handelstransaktionen, den Kreditgewährungen, der Wanderbewegung oder schliesslich in der Ausgleichstätigkeit einer Zentralstelle liegt. Es muss hier erinnert werden an den Zusammenhang zwischen der inneren und äussern Wirtschaftsbilanz.[21]) Geering selbst erkennt

[20]) Vergl. über die Bedeutung dieses Zusammenhanges oben S. 38 ff.

[21]) Diesen Zusammenhang erkennt Geering selbst ; dafür spricht seine Aeusserung im Schosse der früher erwähnten Expertenkommission, wo er unter anderem sagte : «Der Kern der Sache liegt nicht darin, dass wir einseitig den Konsum importierter Waren beschränken. Es gibt auch einen unwirtschaftlichen Verbrauch der eigenen Produkte». (S. 53 des betr. Protokolls).

das Problem sehr gut[22]), was sich aus seiner Forderung einer Einschränkung der sehr weitgehenden Ansprüche der schweizerischen Bevölkerung klar ergibt. Gerade solche Unterschiede in der Belastung der Forderungsbilanz, die sich aus Bezügen von Roh- und Hilfsstoffen für die Schaffung von Grundlagen für eine dauernde Leistungs- und Konkurrenzfähigkeit der Schweiz, wenn auch diese Bezüge momentan die Waren- und Zahlungsbilanz belasten, bleiben uns vollkommen verborgen bei der Betrachtung der Wechselkurse, mag ihre Kurve auch noch so eng an diejenige des Warenverkehrs oder der Diskontsätze angeschmiegt sein.

§ 7. Die Wechselkurstheorie in der schweizerischen Literatur des XIX. Jahrhunderts.

Wir haben oben behauptet, dass die Geeringsche Theorie nur der Ausdruck bestimmter schon vorhandener, aber vielleicht noch nicht ganz reifer Ueberlegungen, die in der nationalökonomischen Literatur hie und da aufkamen, war. Diese Ueberlegungen konnten sich aber keinen nachhaltigen Einfluss verschaffen, vielleicht darum, weil die Frage nicht so aktuell wie zur Zeit der Entstehung der Geeringschen Anschauung war, vielleicht weil sie nicht so konsequent und ohne ziffernmässige Grundlagen vorgebracht waren.

Oftmals begegnen wir einem versteckt oder offen zugestandenen Unvermögen, eine Erscheinung zu deuten. So schrieb die Banknotenkontrolle in ihrem Jahresbericht 1890:

> «Es ist besonders bemerkenswert, dass die Devise Frankreich durchschnittlich etwas höheren Kurs als im Jahre 1889 bedingte, trotzdem der Diskontsatz in Frankreich niedriger war als 1889, in der Schweiz dagegen höher.»

Und im Jahre 1891:

> «Wir stehen vor sehr beachtenswerten Erscheinungen, dass, trotzdem im Berichtsjahre der Diskontsatz höher stand, als im Vorjahre und zugleich höher als an den für uns massgebenden ausländischen Geldmärkten, nicht nur das Bardeckungsverhältnis unserer Emissionsbanken schwächer geworden ist, sondern auch die französischen Devisen oder die Wechsel aufs Ausland höhere Kurse bedingten als im Vorjahre.»

[22]) Vergl. oben zit. Stellen aus dem Referate und insbes. a. a. O. S. 140.

Im Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz für das Jahr 1898, finden wir folgende Auslassung:

«Es scheint fast, als ob die ungünstige Handelsbilanz und die sonstige Verschuldung der Schweiz gegenüber dem Auslande zur Begründung der Entwicklung der Valuta nicht mehr ausreichten.»

Noch in den ersten Jahren des 20. Jahrhunderts treffen wir ähnliche Aeusserungen: So in dem Zirkular der A.-G. Leu & Co. vom 15. Januar 1903, wo die Erscheinung der fallenden französischen Devise als ein «Problem das, zur Zeit wenigstens, unlösbar erscheint» betrachtet wurde.

Das Augenmerk richtete sich begreiflicherweise auf diejenigen Erscheinungen des wirtschaftlichen Lebens, die sozusagen am handgreiflichsten waren. Seit dem Jahre 1885, wo die schweizerische Handelsstatistik auf einheitliche Grundlage gebracht wurde und Wertangaben zu liefern begann, entstand die Möglichkeit diese Daten zur Untersuchung der Valutaverhältnisse beizuziehen. Die ersten Versuche zur Erklärung der Verhältnisse auf dem Devisenmarkte fielen in der Schweiz im Sinne der klassischen Formel «günstige Handelsbilanz — sinkende Kurse, ungünstige — steigende Kurse» aus. Wir haben schon früher darauf hingewiesen, dass die ersten derartigen Untersuchungen in der Schweiz mit der auftretenden Valutamisère, d. h. in den 80ger Jahren, aufkamen. Es wäre vielleicht etwas zu viel gemeint, wenn wir von «Untersuchungen» sprechen; es waren zunächst kurze Berichterstattungen, an welche sich manchmal einige Worte knüpften, die das Phänomen zu erklären suchten. Die «Berichte über Handel und Industrie in der Schweiz» befassten sich seit ihrem Erscheinen (1881) ständig mit Valutafragen. Dort finden wir auch die erste wechselkurstheoretische Auffassung: so schrieben sie im Jahre 1885:

«Frankreich wurde mit Agio gehandelt, es stellten sich fast ohne Unterbruch Begehren für französisches Papier ein, so dass man zu der Annahme gelangen musste, die Handelsbilanz Frankreichs habe sich zu seinen Gunsten verändert.»

Interessant ist dabei die Umkehrung des Problems: Wir würden jetzt (angenommen, wir stünden auf dem Boden der Wechselkurstheorie) von der verschlechterten Handelsbilanz der Schweiz sprechen, bezieht sich doch das Agio der französischen Wechsel nur auf die Schweizernotierung; daraus gleich auf die verbesserte gesamte Handelsbilanz Frankreichs zu schliessen, konnte man damals vielleicht nur darum, weil die Bedeutung der Untersuchung des gesamten ausländischen Wechselpreismarktes eines Landes noch nicht zum Bewusstsein kam.[1])

Einen günstigen Anlass für die Bestätigung dieser Anschauung bot der im Jahre 1893 ausgebrochene Zollkrieg mit Frankreich. Die Presse der verfolgten Richtung zieht auch die weitgehensten Schlüsse aus den handelsstatistischen Angaben dieser Periode. So schrieb die N. Z. Z. am 19. Februar 1895:

> «Es wird durch die Bewegung unserer auswärtigen Wechselkurse das Resultat der Handelsstatistik für die letzten zwei Jahre im allgemeinen, wie auch speziell gegenüber Frankreich, vollauf bestätigt. Die schweizerische Valuta hat unter dem Zollkriege mit Frankreich keineswegs gelitten, sondern hat sich gehoben und günstiger gestaltet. Es entspricht dies der Tatsache, dass unsere Einfuhr aus Frankreich viel stärker zurückgegangen ist, als unsere Ausfuhr nach Frankreich, d. h. also, dass eine Verschiebung in den gegenseitigen Forderungen zugunsten der Schweiz stattgefunden hat.»

Bemerkenswert ist hier die Selbstverständlichkeit, mit welcher aus der Verschiebung der Handelsbilanzziffern auf die gesamte Verschuldung geschlossen wird, das Vorhandensein anderer Verschuldungsquellen wird einfach ignoriert. Nach Gygax[2]) war auch Geering dafür, dass die günstigen Kurse der Devise Frankreich im Jahre 1894 auf die Tatsache zurückzuführen seien, dass die internationalen Verbindlichkeiten der Schweiz infolge des Zollkrieges mit Frankreich und infolge des Ausschlusses vieler französischer Waren, ausserordentlich klein waren. Die Abmachung mit Frankreich, die zur Beendigung des Zollkrieges führte, erfuhr deshalb in den Kreisen der Industriellen, der Kaufleute und der Emmissionsbanken eine scharfe Missbilligung.[3])

Die im Jahre 1901 eingetretene Baisse der französischen Valuta wurde ziemlich übereinstimmend durch die verminderte Einfuhr der Schweiz, als Folge der wirtschaftlichen Depression erklärt.[4])

Sogar ein so tiefschauender Theoretiker wie Landmann, be-

---

[1]) Diesen Fehler begeht auch Geering, indem er nur den französischen Wechselkurs als massgebend für den Stand der schweizerischen Valuta ansieht (siehe oben S. 70). Zu dieser Ansicht bekennen sich auch viele andere, so Kalkmann, a. a. O. und W. Speiser (vergl. seinen Aufsatz in der «Allg. Schweizer Zeitung» vom 29. November 1900).

[2]) a. a. O. S. 331.

[3]) Gygax, a. a. O. S. 403, Bericht über Industrie und Handel des Kantons St. Gallen von 1881—1890.

[4]) Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1901, Jahresbericht der Basler Handelskammer 1901, Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1901.

trachtet die Wirkungen der Handelsbilanz auf die Wechselkurse als direkt und unzweifelhaft.[5])

Doch finden wir nicht allzuviel solche einseitig gerichtete Anschauungen. Fast gleichzeitig bricht sich die Auffassung Bahn, dass es unmöglich ein einziger Faktor sein kann, von dem die Schwankungen der Valuta abhängen. Wir begegnen dabei den verschiedensten Kobinationen von Faktoren, die ins Treffen geführt werden. Greifen wir zunächst diejenigen heraus, die am meisten der Geeringschen These entsprechen, die also die Handelsbilanz als den Hauptfaktor voranstellen, daneben dann die Diskontopolitik, bezw. Zinsdifferenzen zwischen zwei Ländern, die Silberbewegungen, Uebelstände im Notenbankwesen etc. mitberücksichtigen. Meistens wird der Handelsbilanz die stärkste Wirkung zugeschrieben, die noch verstärkt oder durchkreuzt wird durch die Massnahmen der Diskontopolitik, welche Kapitalverschiebungen hervorrufen. So ein doppelter Einfluss wird im Berichte über Handel und Industrie 1890 bez. der deutschen Wechselkurse konstatiert:

> «Die ungünstige Handelsbilanz machte Deutschland per Saldo zum Schuldner des Auslandes und war daher geeignet, die deutschen Wechselkurse in rückläufige Bewegung zu drängen. Dagegen rief vorteilhafte Verzinsung einen starken Einfluss von Kapital.»

Im Jahre 1895 schrieb derselbe Bericht üebr die Wechselwirkung zwischen dem hohen Diskontsatze der Schweiz und der ungünstigen Handelsbilanz des Jahres 1895.[6])

Der früher als Folge der gebesserten Handelsbilanz mit Frankreich anlässlich des Zollkrieges gesunkene Pariserkurs wird andererseits für einen gegenteilgen Beweis benutzt.[7])

Besonders stark betonten die Mitglieder der mehrfach erwähnten Expertenkommission die Bedeutung der Handelsbilanz neben anderen Faktoren.[8]) In der Resolution der genannten Kommission kommt derselbe Gedanke zum Ausdruck.[9])

---

[5]) Landmann, «Prinzipien der Diskontopolitik». S. 162 und 82.

[6]) In diesem Sinne sprach sich auch der Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1895 aus.

[7]) Bericht über Handel und Industrie 1893, N. Z. Z. v. 19. Febr. 1895.

[8]) so u. a. Dubois.

[9]) «Der hohe Wechselkurs hat in erster Linie seine Ursache in der passiven Handelsbilanz der Schweiz an sich. Für die schweizer Banken bleibt nur übrig, den sich aus der gegenwärtigen passiven Handelsbilanz naturgemäss ergebenden hohen Wechselkurs auf das Ausland durch die Mittel einer richtigen Währungspolitik zu bekämpfen».

Zu denjenigen, die der Handelsbilanz eine dominierende Stellung neben den Massnahmen der Diskontopolitik einräumen, gehört auch Gygax, wiewohl er der letzteren den Vorzug zu geben geneigt ist.[10])

Allmählich wird der Begriff der Handelsbilanz erweitert. Verstand man darunter früher meistens nur die Warenbilanz, so werden jetzt von mancher Seite auch die Effekten in diese Bilanz miteinbezogen oder in Gestalt einer besonderen Bilanz der Warenbilanz zur Seite gestellt und deren vereinigter Einfluss, neben dem anderer Faktoren, klargelegt. Diese Art der Erfassung des internationalen Wertverkehrs äusserte sich in der Schweiz schon ziemlich früh.[11])

Der so erweiterte Begriff der Handelsbilanz genügt aber nicht zur Erfassung aller internationalen Wertübertragungen und so sehen wir die allmähliche Einbeziehung immer neuer Verkehrsakte in das Bilanzsystem. Es treten nämlich immer stärker die umfassenden Kapitalverschiebungen hervor, die durch den anschwellenden internationalen Kreditverkehr zustande gebracht werden. Die zahlreichen Anleihensoperationen, die zwischen der Eidgenossenschaft, den Kantonen und den Gemeinden einerseits und dem Pariser Kapitalreservoir anderseits zustande kommen, ziehen das Augenmerk aller, die sich mit der Valutafrage beschäftigen auf sich. Der Inhalt der jetzt entstehenden «Zahlungsbilanz» wird ausser den Wechselverkehrsakten, die meistens den Hauptfaktor der Zahlungsbilanz ausmachen, mit Kredittransaktionen ausgefüllt. Dazu gesellen sich alle andern Vorgänge, die wir im internationalen Verkehr anzutreffen pflegen: Die aus den Kreditoperationen herauswachsenden Amortisations- und Zinszahlungen, die spekulativen Kapitalverschiebungen zur Ausnützung der Zinsdifferenzen, der Fremdenverkehr und Dienste aller Arten. Oft wird die Zusammenfassung aller dieser Vorgänge zu einem einheitlichen Begriffe nicht durchgeführt, der Autor begnügt sich mit der Aufzählung einzelner Erscheinungen. Daneben treffen wir aber schon ausgebildete Bezeichnungen der Zahlungsbilanz, Vermögensbilanz und Kreditbilanz. Ausserdem sind es noch andere Momente, die sich einer steigenden Rücksichtnahme erfreuen, so die Uebelstände im Notenwesen (übermässiger Notenumlauf, seine geringe Elastizität, geringe Bardeckung, Uneinheitlichkeit der Bankpolitik etc.), währungspolitische Ursachen (la-

[10]) a. a. O. S. 204, 262, 332. Zirkular der AG Leu & Co. vom 15. November 1902. Effektenkursblatt der schweizerischen Kreditanstalt vom 27. Dezember 1902.

[11]) So der Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1891, 1892, 1893. Bulletin Commercial Suisse vom 15. Februar 1899.

teinische Münzunion), Einflüsse der Spekulation, Panik, politische Ereignisse etc. Doch müssen wir diese einstweilen ausser Betracht lassen. Es handelt sich in diesem Zusammenhange darum, die Wurzel der Geeringschen Theorie aufzudecken, die Schaffung ihrer Grundthesen zu verfolgen; als solche haben wir die Einflüsse der Handels- bezw. der Zahlungsbilanz, die Diskontopolitik und den Edelmetallverkehr kennen gelernt. Was den letzteren anbetrifft, so werden wir uns weniger mit ihm zu befassen haben, da er lediglich die Folge der Gestaltung der Wechselkurse darstellt und dessen Einordnung in das System für das uns interessierende Problem von keinem grossen Werte ist. Dem gegenüber haben wir schon früher die grosse Bedeutung der Diskontsätze betont; die Wichtigkeit der Erforschung des Einflusses der andern Teile der Forderungsbilanz auf den Wechselkurs liegt klar auf der Hand.

Wie bereits im allgemeinen Teil dieser Arbeit hervorgehoben wurde, ist das Problem der Beziehung zwischen der Handels-, Zahlungs- und Forderungsbilanz, dem Diskont und den Wechselkursen ein durchaus kompliziertes und die Anschauungen gehen diesbezüglich stark auseinander. Das Bild, das wir in der schweizerischen Literatur antreffen werden, zeichnet sich aus durch eine Mannigfaltigkeit, die verwirrend wirkt. Es wird notwendig sein, eine systematische Durcharbeitung der Anschauungen vorzunehmen, wenn wir uns eine mehr oder weniger klare Einsicht in den Unterbau verschaffen wollen, auf welchem dann die grossen Theorien entstanden sind.

Befassen wir uns zunächst mit der Erweiterung des Begriffes der Handelsbilanz zur Zahlungsbilanz. Wann die Bezeichnung Zahlungsbilanz zum ersten Mal in der schweizerischen Literatur gebraucht wurde, wird schwerlich feststellbar sein. Das Wort selbst treffen wir schon frühzeitig bei von Taur in der von ihm redigierten «Schweizerischen Handelszeitung (1860—1886). Doch interessiert uns selbstverständlich der Gebrauch dieses Begriffes bloss in einem Sinne, der für unsere Betrachtungen in Frage käme. Von diesem Standpunkte aus können wir eine Umschreibung seines Inhaltes als gleichbedeutend dem Nennen des Wortes selbst ansehen. Wie überall, so dehnte sich der Begriff der Handelsbilanz auch in der Schweiz dann aus, als der zwischenstaatliche Verkehr die Entstehung solcher Forderungen und Schulden verursachte, die nicht aus dem Warenverkehr stammten. In der Schweiz begann diese Periode mit dem Aufkommen der Zinsgeschäfte mit dem Auslande, speziell mit Frankreich. Die dazu notwendige Zinsspanne entstand erst in den 60ger Jahren, sie bewegte sich dann in der Richtung einer Verringerung bis zum Ende der 80ger Jahre, von da an wurde sie immer grösser. Bis

zu Ende der uns interessierenden Epoche (etwa bis in die ersten Jahre des 20. Jahrhunderts) vergrösserte sie sich oder blieb genügend gross, um umfangreichere Zinsgeschäfte zuzulassen. Selbstverständlich geben uns die Durchschnittssätze Anhaltspunkte nur für die Beurteilung der langfristigen Kapitalverschiebungen, z. B. der Anleihensoperationen. Dagegen können kurzfristige Kreditgeschäfte vorübergehende Schwankungen ausnützen, die sich dann bei der Berechnung der Durchschnittssätze kompensieren und so das falsche Bild einer Zinsgleichheit hervorrufen können. Diesen kurzfristigen Kreditoperationen schreiben wir in ihrem Einfluss auf die Forderungsbilanz bei weitem nicht diejenige Bedeutung zu, die den langfristigen zukommt. Sie werden oft noch innerhalb derselben Bilanzperiode abgewickelt und die Schulden und Forderungen kompensieren sich. Das Gegenteil gilt für die Zahlungsbilanz, wenn wir sie für einen längeren Zeitraum betrachten: Auf die momentane Lage des Zahlungsmittelmarktes haben die kurzfristigen Krediterteilungen den grössten Einfluss und in dieser Hinsicht spiegeln die täglichen Schwankungen der Wechselkurse, hervorgerufen durch Angebot und Nachfrage aus der kurzfristigen Kreditbilanz, getreu die Veränderungen des Zahlungsmittelmarktes wieder.

Ein weiteres Moment, welches die internationalen Kapitalverschiebungen deutlicher zum Ausdruck brachte, war die allmähliche Vereinheitlichung der Diskontsätze in der Schweiz. Vor dem Jahre 1893 hatte jeder Hauptplatz, sogar jede Bank, einen eigenen Diskontsatz. Unter solchen Umständen konnte sich das Ausland schwerlich in der Renditemöglichkit des schweizerischen Geldmarktes orientieren. Andererseits konnte das Inland die Zinsdifferenzen, die im Inlande selbst bestanden, ausnützen und von Kapitalabschiebungen ins Ausland absehen. Erst 1893 begann die Diskontopolitik der Emissionsbanken einen einheitlichen Zug aufzuweisen. Wie schon früher gesagt, schlossen in diesem Jahre eine Mehrzahl der Konkordatsbanken ein Konvenium zum Zwecke einer einheitlichen Festsetzung des offiziellen Diskontsatzes ab; 1898 wurde ein solches zum Zwecke der Festsetzung eines einheitlichen Minimums des Privatdiskontsatzes vereinbart. Ob zwar diese Vereinbarungen als Beweggrund den Schutz der Valuta hatten, äusserte sich ihr Einfluss unzweifelhaft auch in der gekennzeichneten Richtung. Ausserdem hatte der Fehler, den die Emissionsbanken durch das Halten des offiziellen Satzes auf niedrigem Niveau begingen, dazu beigetragen, dass der Zinsfuss für einheimische Anlagepapiere herabgedrückt wurde und das inländische anlagesuchende Publikum ausländische Kapitalanlagen bevorzugte. Internationale Kapitalverschiebungen bezw. Beteili-

gungen, entstanden in grossem Masse mit der Erstarkung der schweizerischen Bankwelt, welche Beziehungen zu internationalen Finanzgruppen und Weltbankfirmen erlangte, was eine grosse Effektenbewegung zwischen der Schweiz und dem Auslande hervorrief.[12]) Es ist hier nicht der Platz, auf die Entwicklung anderer Posten der schweizerischen Forderungsbilanz einzugehen. Es sei nur noch hingewiesen auf die Auswanderung des schweizerischen Industriekapitals als Folge der Schutzzollpolitik der ausländischen Märkte, auf die Beteiligung ausländischer Kapitalien an inländische Unternehmungen, deren Ausbau grosse Mittel erforderte (Elektrizitäts-, chemische Industrie), auf den Fremdenverkehr, der mit dem Ausbau der Verkehrsmöglichkeiten in Schwung kam, und auf die Wanderbewegung, die besonders mit dem industriellen Aufschwunge der Schweiz einsetzte und temporäre Bewegung von billigen ausländischen Arbeitskräften verursachte.

Diese Uebersicht scheint uns genügend, um eine Vorstellung davon zu gewinnen, dass alle diese Vorgänge in der zeitgenössischen Literatur eine immer grössere Beachtung finden müssten. Und so sehen wir auch, wie schon seit den 80ger Jahren die Ausbildung eines breiten Begriffes der internationalen Wertübertragungen Platz greift. Bei der Illustration dieser Ausbildung an Aeusserungen von Wirtschaftspolitikern, werden wir gleichzeitig auch die Entwicklung der Anschauungen über den Einfluss dieser erweiterten Uebertragungen auf die Wechselkurse verfolgen können, wobei wir immer im Rahmen unserer Aufgabe — der Verfolgung der Geeringschen Grundideen — bleiben wollen.

Wir haben schon gesehen, wie die Handelsbilanz in Waren um den Verkehr in Effekten erweitert wurde. Von da bis zur Aufstellung eines ganzen Systems der internationalen Verkehrsakte ist schon nicht mehr weit.

Der Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz befasste sich im Jahre 1890 eingehend mit der Wirkung der internationalen Kapitalsströmungen auf die Wechselkurse. Wir lesen dort unter anderem, dass die Gründe für den hohen Stand der französischen Valuta im Jahre 1890 nicht einfach in der sich allerdings verschlimmernden französisch - schweizerischen Handelsbilanz zu suchen sind, denn auch in anderen Ländern, die mit Frankreich in einem regen Handelsverkehr stehen, stehen die Kurse der französischen Wechsel zu hoch. Das führt zur Notwendigkeit, die Bewegung der Wertpapiere von einem Lande zum

[12]) Gygax, a. a. O. S. 274 ff.

andern als einen Faktor von eminenter Bedeutung für die Gestaltung der Wechselkurse anzusehen:

«Titelverkäufe zwischen den Börsen verschiedener Länder oder eine grosse Anleihe können starke Rimessen erfordern und die Wechselkurse zwischen zwei Ländern entsprechend beeinflussen.»

Frankreich, das seit jeher grosse ausländische Kapitalanlagen besass, hat in den letzten Jahren infolge grosser Verluste, die es darin erlitten hat, grosse Posten von ausländischen Titeln abgestossen:

«Durch diesen Verkauf ausländischer Wertpapiere entstehen für Frankreich vermehrte Guthaben im Auslande, welche bei ihrem Rückzuge die Nachfrage nach Wechseln auf französische Plätze vermehren müssen.»

Diese internationale Kapitalverschiebung wird noch durch die Ermässigung der Zinssätze der schweizerischen Staatspapiere verstärkt, wodurch die inländischen Ersparnisse mehr als sonst ins Ausland wandern. Sogar einzelne grosse Finanzoperationen können schon den Kurs beeinflussen. So fanden im Jahre 1890 die Gründungen einer Reihe grosser Finanzierungsgesellschaften statt, aus welchem Anlasse grosse Summen nach Paris remittiert wurden.

Effektenverschiebungen fanden aus verschiedensten Gründen statt. So bewirkte der Beschluss der Bundesversammlung im Jahre 1884 über den Verkauf der inländischen Wertpapiere aus dem Besitze des Bundes und den Ankauf fremder Staatspapiere, ein Steigen der Wechselkurse. Einen ungünstigen Einfluss auf den italienischen Wechselkurs übten die von der italienischen Regierung im Auslande vorgenommenen Rückkäufe eigener Renten aus, so dass sogar hohe Diskontsätze ihre Wirkung verfehlten.[13]) Die von Deutschland im Jahre 1887 vorgenommene Abstossung fremder Valoren trieb den Kurs der deutschen Devise in der Schweiz in die Höhe[14]); umgekehrt schliesst der zitierte Bericht im Jahre 1888 von der verstärkten Nachfrage nach deutschen Auszahlungen auf einen regen Effektenverkehr.

Die Wirkung des Wertpapierverkehrs, gepaart mit den Wirkungen, welche von der Handelsbilanz ausgehen, genügt auch oft zur Erklärung der Schwankungen der Wechselkurse.[15])

---

[13]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz, 1884/85.
[14]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz, 1887.
[15]) Bulletin Commercial Suisse vom 4. Februar 1899. Zirkulare der AG Leu & Co. vom 14. Sept. 1901 und 15. Nov. 1902. Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1901.

Die Kapitalverschiebungen haben einen so starken Einfluss auf die Wechselkurse, dass sie die Wirkungen anderer ungünstiger Faktoren einzudämmen vermögen: Die Einflüsse der «misslichen Geldverhältnisse» werden «zumeist völlig durch dem Lande günstige Kapitalverschiebungen kompensiert.» (Jahresbericht der Banknotenkontrolle (1902). Die Bedeutung der Rentenkäufe durch Frankreich im Jahre 1901 wird übereinstimmend zugegeben.[16])

Gehen wir noch einen Schritt weiter und betrachten wir die Einbeziehung anderer Elemente in den Kreis der Erörterungen und die Ausbildung des Zahlungsbilanzsystems. Es wird jetzt von einer Gesamtheit der gegenseitigen Schuld- und Forderungsverhältnisse gesprochen und darunter der Bilanz des Waren- oder Kreditverkehrs mehr oder weniger Platz eingeräumt. Diese Gesamtheit erhält dann auch den Namen «Zahlungsbilanz». Die «Neue Zürcher Zeitung» schrieb beispielsweise am 19. Februar 1895:

> «Die Handelsziffern geben nur über einen Posten der internationalen Zahlungsbilanz Auskunft; zwar ist es der Hauptposten, aber doch nicht der einzige. Die übrigen Elemente unserer Zahlungsbilanz — Fremdenindustrie, gegenseitige Transport- und andere Dienste, Bank- und Versicherungswesen. der gesamte Valorenverkehr — bleiben unberücksichtigt.»

Diesen Ausbau der Forderungsbilanz durch Einbeziehung ihrer übrigen Elemente, wie sie in der zitierten Auslassung der «Neuen Zürcher Zeitung» aufgezählt sind, können wir an Hand von zahlreichen Aeusserungen verfolgen.[17])

Sehr früh wurden auch diejenigen Einflüsse wahrgenommen, die wir als Auswirkung der Spekulationsbilanz bezeichnen und die aus Spekulationstätigkeit wegen psychologischer Einflüsse der politischen Konstellation, Kriegsfurcht, Panik, Misstrauen etc. auf dem Zahlungsmittelmarkt zur Geltung kommen.[18])

Die Bedeutung der gesamten «Zahlungsbilanz» für die Wechselkurse, wenn auch nicht in der äussersten Formulierung von

---

[16]) Jahresberichte der Basler Handelskammer 1901, 1903. Bulletin Commercial Suisse vom 15. Dez. 1901. Monatsbulletin der Eidgenössischen Bank vom Februar und Juli 1901, der Bank in Zürich Januar, Februar und März 1901. Effektenkursblätter der Schweiz. Kreditanstalt 1901 und 1903.

[17]) Jahresbericht der Genfer Handelskammer 1900. Protokoll der Expertenkommission S. 11/12. Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1899, 1901. Rundschau der Bank in Zürich über die Monate Mai und Juni 1901. Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz. 1889, 1901. Finanzjahrbuch 1899/1900

[18]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1882, 1885, 1888.

Geering, hat auch G y g a x hervorgehoben.[19]) Er lehnt sich an die Definition der Zahlungsbilanz als «den jeweiligen Stand der Forderungen und Gegenforderungen zwischen Inland und Ausland» an und zählt zu ihrem Inhalte alle uns bekannten Bestandteile der Forderungsbilanz. Was die Wirkungen einzelner Faktoren auf die Wechselkurse anbetrifft, so gibt er den Massnahmen der Diskontopolitik, also den Einflüssen der kurzfristigen Kreditbilanz, den Vorrang. Daneben wirken oft in entgegengesetzter Richtung andere Elemente der Zahlungsbilanz.[20]) Alle diese Einflüsse wirken in der Richtung einer Vermehrung oder Verminderung der «Verschuldung». Dieser letzte Begriff kehrt unzählige Male in allen Auslassungen zurück und wird oft schlechtweg zur Begründung der hohen Wechselkurse herbeigezogen. Was unter dieser Verschuldung zu verstehen ist, wird aber selten ausgeführt, es sind entweder Verpflichtungen aus dem Warenverkehr, oder aus Kapitalverschiebungen, sei es kurzfristiger oder langfristiger Art, aus Beteiligungen an internationalen Unternehmungen etc.[21])

Ein wichtiger Faktor der Wechselkurse, der speziell in der Schweiz auf deren Gestaltung einen grossen Einfluss ausgeübt hat, war der Charakter des Notenbankwesens der Schweiz und die daraus resultierende Diskontopolitik der Emissionsbanken. Wir müssen aber von dessen Betrachtung an dieser Stelle absehen; einmal aus dem Grunde, weil er für den Zusammenhang zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen in der Schweiz nicht so ausschlaggebend war, wie die andern betrachteten Faktoren, zweitens aber, weil wir anlässlich der Betrachtung der Opposition, die sich gegen die Geeringsche Theorie geltend machte, darauf noch zu sprechen kommen.[22])

Schliesslich sei noch eine Gruppe von Aeusserungen erwähnt, die sich vollständig auf den Boden der Geeringschen Theorie stellen und den innigsten Kausalzusammenhang zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen annehmen. Im Berichte über Handel und Industrie in der Schweiz 1897 lesen wir:

> «Das empfindliche Barometer der Wechselkurse deutet schon seit Jahren daraufhin, dass die Schweiz einige Mühe hat, ihren Verpflichtungen im Auslande nachzukommen. Dieses Steigen

---

[19]) a. a. O. S. 265 ff.
[20]) a. a. O. S. 335.
[21]) Gygax, a. a. O. S. 1 ff. Meinungsäusserungen des Diskontokomitees der schweizerischen Emissionsbanken vom 4. Februar 1897 und 7. Juli 1898.
[22]) Siehe § 8.

der Wechselkurse gibt Auskunft mit beinahe automatischer Sicherheit über den Stand der Zahlungsverpflichtungen.»

In der «Neuen Zürcher Zeitung» vom 19. Februar 1895 stand es:

«Es gibt für die Gesamtheit aller gegenseitigen Guthaben und Forderungen aus dem internationalen Handel, sowohl wie aus allen übrigen Titeln einen zuverlässigen Masstab. Das ist der Stand unserer Valuta, der Kurs unserer Wechsel im Auslande. Daran haben wir in der Tat ein unbedingt zuverlässiges und äusserst sensibles Barometer für unsere wirtschaftliche Lage gegenüber dem Auslande.»[23])

Eine ziemlich ausführliche und bemerkenswerte Umschreibung des uns interessierenden Zusammenhanges brachte der Vorsitzende der mehrfach erwähnten Expertenkommission, Comtesse, bei der Erffönung der Verhandlungen; er sagte u. a.:[24])

«Il est difficile de terminer avec précision les causes auxquelles il faut attribuer cette hausse persistante du change Elles sont évidemment multiples; la principale doit être attribuer à la balance de nos paiements à l'éxtérieur et au fait que nous sommes en permanence débiteurs de l'étranger. . . Il nous faut payer notre balance et couvrir nos créanciers à l'étranger, soit avec du numéraire, soit avec des équivalents, que ce soient des billets des banques étrangers, des lettres de change et des chèques et nous ne pouvons nous procurer ces équivalents, comme toute marchandise plus demandée qu'offerte, qu'en payant la prime du change.»

§ 8. Die Opposition gegen die Geeringsche Theorie.

Das Bild, das wir im letzten Paragraphen entworfen haben, war keineswegs einheitlich. Eine Unmasse von Ansichten wurde ausgesprochen. Eine und dieselbe Erscheinung zog die verschiedensten Erklärungen nach sich. Es wurde bald einem, bald einem andern Faktor die grösste Bedeutung zugeschrieben und nicht selten äusserte sich derselbe Verfasser je nach den Verhältnissen und je nachdem, was ihm zunächst zu Gehör kam, zu verschiedenen Zeiten über dasselbe Phänomen in verschiedener Weise. Doch waren wir bemüht, das Bild in dem Sinne zu systemati-

[23]) Im gleichen Sinne äussert sich auch der Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1899, die Monatsrundschau der Bank in Zürich für März 1901.

[24]) Protokoll der Verhandlungen, S. 4.

sieren, dass wir nur einige bestimmte Grundtendenzen zur Sprache kommen liessen, nämlich diejenigen, die die Sachlage im Sinne der Wechselkurstheorie auffassten. Es war aber unvermeidlich, schon damals Stimmen zu vernehmen, die nicht in das System passten, Ansichten, die zwar noch im Geleise der erwähnten Theorie blieben, daneben aber einen anderen Akzent auf die oder jene Tatsache legten, Details hervorhoben, die bei Geering im Hintergrunde blieben und umgekehrt — dessen Hauptwaffen beiseite legten. Erinnern wir uns beispielsweise der Anschauungen von Gygax,[1]) der das Zusammenwirken von denselben Faktoren bei der Wechselkursbildung annimmt, wie Geering, einen grössern Nachdruck aber auf die Diskontopolitik und nicht auf den Warenverkehr legt. Als ein weiteres Beispiel einer Kritik, die die Hauptthesen Geerings grundsätzlich akzeptiert, ihre Bedeutung aber stark herabsetzt, kann ein in der Schweizerischen Handelszeitung im Jahre 1897 erschienener Artikel «Die Schwankungen der Wechselkurse» dienen.[2])

Wir können uns des Eindruckes nicht erwehren, dass bei fast allen denen, die die Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen in einen Zusammenhang bringen, die Würdigung aller Teile dieser «Zahlungsbilanz» (Forderungsbilanz) gleichmässiger war, als bei Geering, der dem Warenverkehr eine überragende Bedeutung zuschreiben wollte. — Wir wenden uns im Folgenden der stärker ausgeprägten oppositionellen Richtung zu.

Wie gesagt, ist bei Geering die Handelsbilanz der Angelpunkt des ganzen Systems. Wenn auch andern Elementen der Zahlungsbilanz und anderen Faktoren im allgemeinen, so der Diskontopolitik, eine Bedeutung für die Wechselkursfrage zugeschrieben wird, so dominiert doch der Warenverkehr himmelhoch über alles andere. Diese hervorragende Stellung der Warenbilanz blieb aber nicht immer oder sogar nie ganz ohne Widerspruch. Schon 1890 schrieb der Bericht über Handel und Industrie:

> «Es schien von vornherein klar, dass die Verteuerung der franz. Valuta nicht einfach auf Rechnung der allerdings stetig zunehmenden Verschleppung der schweizerisch-französischen Handelsbilanz gesetzt werden dürfe. Ueberhaupt würde man fehlgehen, wenn man zur Deutung des Umstandes, dass seit wenigen Jahren Wechsel auf französische Plätze mit ziemlichem Agio in der Schweiz gehandelt werden, die sog. Handelsbilanz Frankreichs heranziehen wollte.»[3])

[1]) a. a. O. S. 262 und 330 ff.
[2]) N. 127 vom 30. Oktober 1897.
[3]) Vergl. auch die auf Seite 80 zitierte Auslassung des Berichtes für das Jahr 1898.

William Speiser äusserte sich bez. der Ursachen des Sinkens des Pariser Kurses im Jahre 1900 wie folgt:[4])

«Ich halte dafür, dass die Verschuldungstheorie einigermassen auf die Spitze getrieben wurde. Gewisse und sehr wichtige Faktoren, wie z. B. die sog. Fremdenindustrie, die Forderungen der Schweiz für die Erträgnisse von im Auslande angelegten Kapitalien und sodann wieder der Abfluss von Kapitalien, bewirkt durch Beteiligung in sehr grossem Masstabe an neuen Unternehmungen im Auslande, sind nicht genügend in Betracht gezogen worden. Ihre Verfechter haben beinahe ausschliesslich auf die Ergebnisse der Zollstatistik abgestellt und die Einflüsse des internationalen Kapitalmarktes ignoriert. Und doch beweisen, wie mir scheinen will, die Resultate des Jahres 1900, günstigere Handelsbilanzen und dennoch hoher Pariserkurs, dass noch andere als die von Geering namhaft gemachten Faktoren bei der Gestaltung der auswärtigen Wechselkurse mitwirken.»

Auch Gygax steht auf dem Standpunkte, dass die ungünstige Handelsbilanz noch kein Uebel sei und dass andere Teile der Zahlungsbilanz den Ausfall der Handelsbilanz reichlich aufwiegen können.[5])

Die auf diese Weise in ihrer allgemeinen Bedeutung herabgesetzte Handelsbilanz, wird weiter analysiert und die Verwendbarkeit ihrer Ziffern für die Beurteilung der Wechselkurse und der allgemeinen Wirtschaftlage untersucht. Wir kommen somit zu Einwänden, die wir bereits bei Besprechung der Geeringschen Theorie geäussert haben.[6])

Einen breiten Raum nehmen diejenigen Meinungen ein, die auf die Notwendigkeit der Untersuchung des Zweckes der importierten Waren und der Art ihrer volkswirtschaftlichen Verwendung hinweisen.[7])

Die Kritik wandte sich auch gegen eine weitere These von Geering, nämlich gegen das Bestehen eines unmittelbaren und

---

[4]) Zitiert bei Gygax, a. a. O. 338 ff.

[5]) a. a. O. S. 254 ff. Auch Pareto sprach ähnliche Ansichten aus, darüber Gygax, a. a. O. S. 255.

[6]) Darüber vergl. auch Freimann «Handelsstatistik und Wechselkurse» und Eggenberger «Zur Beurteilung unserer Handelsbilanz», Schweiz. Blätter für Wirtschafts- und Sozialpolitik, Jahrg. 1898, S. 312 ff.; auch Schweizerische Handelszeitung vom 31. Mai 1900.

[7]) Köchlin und Hirter im Nationalrat 1899, Sten. Bull. S. 190 u. 225. Milliet und Speiser in der Jahresversammlung der Schweizerischen Statistischen Gesellschaft vom 19. Okt. 1897. (Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1898, S. 85).

direkten Einflusses der Diskontopolitik auf die Wechselkurse. Die Aufgabe dieser Kritik war dabei keine schwere, denn Geering selbst brachte die Diskontoschwankungen zwar in eine kausale Abhängigkeit von den Wechselkursschwankungen, musste aber zahlreiche Ausnahmen machen und die stärkere Wirkung anderer Faktoren zu Hilfe ziehen, um die Durchbrüche der behaupteten Regelmässigkeit zu erklären.

Wir haben schon seinerzeit darauf hingewiesen, wie verschieden eine und dieselbe Tatsache oft erklärt wurde; so war es auch z. B. mit dem Fallen des französischen Kurses im Jahre 1893, der von 100.35 auf 100.08 gesunken war, was von Geering und andern durch die Diskonterhöhung in der Schweiz von 3 auf 4½% erklärt wurde; demgegenüber haben wir wieder andere Stimmen vernommen, die diesen Kursfall auf Rechnung des Zollkrieges stellten. Oefters wird darauf hingewiesen, dass die Diskontveränderungen keine Wirkung auf die Wechselkurse ausüben, wobei man sich auf die oft auftretende Erscheinung der steigenden Wechselkurse bei gleichzeitiger Diskonterhöhung stützt. Manchmal wird diese Wirkungslosigkeit durch das Vorhandensein anderer, mächtigerer Wechselkursfaktoren erklärt, die die Wirkung des Diskonts durchkreuzten; oder es wird auf die Tatsache aufmerksam gemacht, dass die Diskontopolitik nur eine vorübergehende Wirkung auf die Wechselkurse ausüben kann, da der Diskont doch ein «künstliches» Mittel sei, der das Grundverhältnis — die Verschuldung — nicht aus dem Leben schafft.[8])

Bevor wir noch die letzte Grundidee Geerings — den Zusammenhang zwischen Silberbewegung und Wechselkursen — in der kritischen Beleuchtung der zeitgenössischen Literatur betrachten, wird es nützlich sein, auf einen Faktor hinzuweisen, den Geering fast nicht berührt hat: Das ist das Notenbankwesen der Schweiz mit allen aus seiner Eigenart herauswachsenden Folgen, unter welchen wir auch die eigenartige Diskontopolitik und die Silberbewegungen vorfinden werden. Dass das Geldwesen der Schweiz an manchen Uebeln krank war, war eine offensichtliche Tatsache. Mit Recht wurden die Ursachen einerseits in der Organisation der Emissionsbanken, andererseits in den währungspolitischen Folgen der Lateinischen Münzunion gesucht. Was das Notenbankwesen in seiner Organisation anbetrifft, so interessiert uns in diesem Zusammenhange nur die Seite, die in irgend einer Weise

---

[8]) Darüber vergl. Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1888, 1895, 1898. Kursbericht des Schweiz. Bankvereins vom 18. Nov. 1898. Jahresbericht der Basler Handelskammer 1899. Verhandlungen der Expertenkommission S. 48.

mit einer von den drei Erscheinungen in Verbindung steht, die hier in Betracht kommen: Diskontopolitik, Silberbewegungen und Wechselkurse.

Bezüglich der Diskontopolitik verweisen wir auf das, was wir früher (S. 64) gesagt haben; ausserdem wäre noch folgendes zu bemerken: Es ist zu berücksichtigen, dass in der Schweiz Kreditbanken und Emissionsbanken bestanden. Die ersten waren an keine Normen oder Rücksichten bez. ihrer Diskontopolitik, d. h. der Höhe ihrer Sätze, der Auswahl des Diskontomaterials etc. gebunden. Dadurch standen sie sehr oft den Emissionsbanken im Wege, welche sich in kleinerem oder grösserem Masse verpflichtet fühlten, aber auch gezwungen waren, zum Stand der Valuta Sorge zu tragen. Der Schwerpunkt lag in dem Notenbankgesetz vom Jahre 1881: Es nötigte die Emissionsbanken 40% Metalldeckung zu halten und da sie nach Belieben ihre Noten in Gold oder Silber einlösen konnten, so zogen sie es vor, Gold in ihren Gewölben aufzubewahren und die Noten in Silbertalern einzulösen. Es war also wenig Gold im Verkehr, aber für grössere Transaktionen eignete sich das schwere Silber nicht. Auf diese Weise kam die Banknote immer mehr in Gebrauch. Diese Tendenz wurde noch durch die Bestimmung des Gesetzes verstärkt, wonach die bewilligte Notenemission zu besteuern war. Die Banken trachteten daher die ganze bewilligte Summe immer in Verkehr zu halten; das erzielten sie entweder durch Gesuche um Erhöhung ihrer Emission, was die Situation später noch verschlimmerte, oder durch leichte Diskontbedingungen und niedrige sonstige Zinsberechnungen. Es ergab sich also die Situation, dass im Verkehr eigentlich mehr Noten waren, als es der Betrieb aller Wirtschaftseinheiten erforderte, eine Art Inflation, die aber auf ganz anderen Grundlagen basierte, als die moderne Papiergeldinflation, hervorgerufen durch den Staatsbedarf. Diese Menge an Noten, an welche sich der Verkehr allmählich gewöhnte, genügte aber doch nicht, um an den grossen Zahlungsterminen den Bedarf an Zahlungsmitteln zu befriedigen. Es zeigte sich ein Mangel an Elastizität des Notenumlaufes, hervorgerufen durch eine fehlerhafte Gesetzgebung. Um diesen grossen momentanen Bedarf an Noten von sich einigermassen fernzuhalten, erhöhten die Banken in solchen Zeiten ihre Diskontsätze. Diese Erhöhung aber, welcher Geering einen grossen Einfluss auf die Wechselkurse zuschrieb, erreichte ihr Ziel ganz und gar nicht. Gerade in der Jahreszeit, da die Diskontsätze niedrig standen, entwickelte die erwähnte Drainage ihre Tätigkeit. Dazu hatte sie zwei Voraussetzungen gegeben: Erstens den hohen Pariserkurs in diesen Zeiten, dem ja kein hoher Diskontsatz entgegenwirkte, und zweitens eine Masse von

Banknoten im schweizerischen Umlauf, so dass sie mit Leichtigkeit grosse Banknotenmengen jederzeit auftreiben und zur Einlösung präsentieren konnte. Die Drainage entzog den Banken die Silbervorräte, welche aber unbedingt in den Kassen für die Einlösung bereitgehalten werden mussten. Um sich neues Silber zu beschaffen, mussten die Banken in Frankreich Guthaben erwerben, sie vermehrten dadurch die Nachfrage nach französischen Wechseln, erhöhten den Wechselkurs und verhalfen damit wiederum der Drainage, wobei sie selbst grosse Verluste beim Silberbezug infolge des Agios erleiden mussten. Somit finden sich in der Organisation der Schweizerischen Emissionsbanken alle Elemente, die wir früher ohne Zusammenhang mit dem Banknotenwesen betrachtet haben. In dieser Organisation liegt der Ursprung der schweizerischen Diskontpolitik, sie bedingt die Silberbewegungen und sie wirkt neben andern Faktoren auch auf die Wechselkurse ein.

Diese Uebelstände zogen die Aufmerksamkeit besonders aller derjenigen auf sich, die mit dem Bankgeschäfte in engerer Verbindung standen. Das Notenwesen wurde zur Erklärung der Valutaverhältnisse mehr oder weniger in den Vordergrund geschoben. Insbesondere waren es die Banken der französischen Schweiz, welche unter der Drainage litten und so schreibt auch die dortige Literatur die Valutamisstände in der Hauptsache den Mängeln des Emissionswesens zu.[9])

Die Wirkungen der übermässigen Notenausgabe äusserten sich also in der Richtung des Fallens des Diskontosatzes im Inlande und im Steigen der Wechselkurse, und zwar indirekt, durch dieses Fallen und ausserdem durch die Silberdrainage. Ein Zusammenhang besteht also unzweifelhaft, sogar eine wechselseitige Wirkung ist zu konstatieren.[10])

Diese Zusammenhänge treten allmählich mehr oder weniger in den Vordergrund der Betrachtungen, eine Anzahl von Berichten äusserte sich in diesem Sinne.[11]) Manchmal werden die Uebelstände im Banknotenwesen direkt zur Hauptursache des Disagio der Schweizervaluta gestempelt,[12]) besonders wird diese Anschauung bez. der Kurse im Jahre 1900 vertreten.

Wir haben bis jetzt nur den Frangenkomplex, Notenwesen, Diskontopolitik, Silberbewegung, Wechselkurse betrachtet, ohne auf

---

[9]) Vergl. Bulletin Commercial Suisse vom 15. Jan. 1899. Jahresbericht der Banque Cantonale Neuchâteloise 1897.

[10]) Gygax, a. a. O. S. 61/26.

[11]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1890 u. a.

[12]) Daselbst 1900. Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1900, Verhandlungen der Expertenkommission, S. 16, 24, 35, 39.

die Rückwirkungen bezw. Beziehungen des Notenwesens zur Forderungs- resp. Zahlungsbilanz einzugehen. Dass solche Rückwirkungen bestanden, beweisen die eben angeführten Aeusserungen der Mitglieder der Expertenkommission: So hat die hohe Notenemission fremde Kapitalien hinausgedrängt, welche sich wegen der unsicheren Geldverhältnisse nicht einmal durch hohe Diskontsätze anlocken liessen. Es kann also dadurch ein psychologisches Moment geschaffen werden, welches eine Veränderung der Posten der Forderungsbilanz bewirkt. Der andere Gedankengang ist der, dass der Barexport als Folge einer ungünstigen Forderungsbilanz den Mangel an Umlaufsmitteln im Inlande verstärkt, die Nationalbank zu neuen Emissionen zwingt und auch die Silberrückbeschaffung aus dem Auslande vergrössert, was zur Steigerung der Wechselkurse beiträgt.

Auf diese Weise lässt sich eine Reihe von Verkettungen zwischen den genannten Faktoren feststellen, die bei Geering überhaupt nicht oder nur ganz oberflächlich angedeutet sind.

Nachdem bis jetzt grösstenteils oppositionelle Strömungen in der laufenden Zeitschriftenpresse und in den Wirtschaftsberichten berücksichtigt wurden, möchten wir noch auf die Besprechung von zwei Veröffentlichungen eingehen, die demselben Impuls entsprungen sind: Den etwas übertrieben-düsteren Zukunftsausblick der Geeringschen Theorie aufzuheitern. Es sind dies der Aufsatz von Eggenberger: «Zur Beurteilung unserer Handelsbilanz»[13]) und das Referat von Freimann: «Handelsstatistik und Wechselkurse»[14]).

Die Titel der beiden Arbeiten deuten schon einigermassen darauf hin, welches Gebiet sie als Objekt ihrer kritischen Angriffe ausgewählt haben.

Ueber den Wert der statistischen Ziffern der Warenbilanz wurde schon öfters gesprochen. An dieser Stelle heben wir nur noch das Charakteristische beider Ausführungen hervor. Darüber, dass die Werte des Schleichhandels, der unsichtbaren Ausfuhr durch Fremde der Statistik entgehen, sind beide derselben Meinung.[15]) Doch sind diese Tatsachen noch nicht geeignet zu erklären, wieso denn die stark passive Handelsbilanz der Schweiz nicht nur keine Abnahme des Nationalwohlstandes, sondern sogar dessen Zunahme herbeiführte. Diese Tatsache erklärt Eggenberger durch die Mängel der Statistik und nicht durch die Kompensation aus anderen Teilen der Forderungsbilanz. Nicht so

---

[13]) «Schweizerische Blätter für Wirtschafts- und Sozialpolitik», 1898.
[14]) Referat gehalten am 16. März 1899 in Winterthur.
[15]) Eggenberger a. a. O. S. 316, Freimann a. a. O. S. 7.

einfach ist dieses Problem für Freimann. Er hebt ebenfalls die Mängel der statistischen Erhebung hervor, lässt aber noch eine Reihe anderer Faktoren zu, die möglicherweise den Zusammenhang der Handelsbilanz resp. Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen erklären oder verneinen können: «Eine vereinigte internationale Bilanz des Warenverkehrs würde die heutigen Passivitäten in beträchtlichem Masse reduzieren.» (a. a. O. S. 13), also noch nicht verschwinden lassen. Dagegen führt Eggenberger eine fein durchdachte Rechnung aus, aus welcher zu folgen scheint, dass die ca. 200 Mill. Franken betragende Mehreinfuhr der Schweiz (im Durchschnitte der Jahre 1882—1892) zu ca. 8% der Einfuhr durch fehlerhafte Angaben und Schätzungen um etwa 70 Millionen reduziert wäre. Was ist aber der Rest? Diesen Abgang erklärt Eggenberger als den Verdienst der Transitstaaten, welche zwischen dem Ein- und Ausfuhrlande liegen bezw. durch deren Seetransitverdienst. Wir erinnern daran, was wir darüber im allgemeinen Teil gesagt haben: Es kommt nicht darauf an, dass die Zwischenstrecke bezahlt werden musste, es handelt sich vielmehr dabei, von wem dieser Transit bezahlt wurde. Wenn wir die Werte der Ein- und Ausfuhr so berichtigen, dass diese Gewinne bezw. Verluste ausscheiden, so können wir für die Staaten, die ihren und auch fremden Warenverkehr finanzieren, dazu gelangen, dass wir einen Posten ihrer Forderungsbilanz überhaupt unberücksichtigt lassen. Die Gewinne aus Transport, Versicherung, kaufmännischer Behandlung etc. der Waren werden dann weder in der Warenbilanz noch in der Forderungsbilanz berücksichtigt. Eggenberger zählt bei der Nennung der übrigen Elemente der schweizerischen Forderungsbilanz solche Ausgaben nicht auf. Jetzt scheidet er sie aus den Handelsbilanzziffern aus. Dadurch erhält zwar die Handelsbilanz ein richtigeres Aussehen, die Posten müssen aber, wenn sie von der Schweiz getragen werden, in einem andern Teil der Forderungsbilanz erscheinen. Ist es nicht so, so müssen wir sie in der Handelsbilanz belassen, denn sie stellen eine effektive Belastung des Inlandes dar. Der Fehler Eggenbergers hat seinen Grund darin, dass er nur die zwischenstaatlichen Bewegungen selbst in Betracht zieht und die Zahlungen ganz ausser Acht lässt. Darauf ist auch zurückzuführen, dass ein und dasselbe Beispiel von ihm und von Freimann verschieden ausgelegt wird: Das Exportland, welches für 200,000 in Uebersee ausgeführt und dafür im Tausch vom Auslande 250,000 erhalten hat, also eine passive Handelsbilanz aufweist, hat nach Eggenberger darum mehr eingeführt, weil dieselbe Ware im Auslande verschieden bewertet wurde und weil die Gewinne der Reederei dazugezählt wurden. Aber wer hat die-

sen Gewinn erhalten, vielleicht doch das Exportland selbst, wenn es diese Waren auf eigenen Schiffen transportiert hat? Freimann sagt dagegen richtigerweise, dass die Frage, ob in diesem Falle Verlust oder Gewinn für das Exportland entstanden ist, von der «Verrechnung» zwischen dem Lieferanten und dem Abnehmer abhängt. Man müsse zuerst wissen, welche Summe das Land aus diesem Geschäfte effektiv erhält. Hier tönt uns etwas entgegen, was an eine Ahnung der Bedeutung des Zahlungsmittelmarktes erinnert, der sich unabhängig von der Bilanz der Wertübertragungen bildet.

Was das Verhältnis zwischen Handelsbilanz und Zahlungsbilanz anbetrifft, so steht Eggenberger auf dem Standpunkte, dass die Handelsbilanz die Hauptkomponente der Zahlungsbilanz bildet. Auch besteht für ihn eine Wechselbeziehung im Sinne der klassischen Theorie der Selbstregulierung, so dass eine ungünstige Zahlungsbilanz die Einfuhr beschränkt, d. h. die Handelsbilanz bessert und umgekehrt, da die Zahlungsbilanz jeweils die Konsumkraft des Volkes beeinflusst.

Wenn wir zunächst statt Zahlungsbilanz Forderungsbilanz sagen, so werden wir die Richtigkeit des ersten Satzes zugeben müssen. Nicht so einfach ist aber das zweite Problem, das wir nur in kurzen Strichen andeuten wollen. Die passive Forderungsbilanz bedeutet, dass ein Land in einem gewissen Zeitraume mehr Verbindlichkeiten gegenüber dem Auslande eingegangen ist, als es Forderungen erworben hat. Diese Forderungen und Schulden können auf allen Wertübertragungen, die die Forderungsbilanz umfasst, basieren, also auch auf Warenübertragungen. Es kann also sein, dass in einer Periode die Passivität der Forderungsbilanz durch den Warenverkehr verursacht wurde, ebenso gut ist es aber möglich, dass in anderen Teilen der Forderungsbilanz Posten entstanden sind, die diese Passivität kompensieren oder sogar zu einer Gesamtaktivität gestalten. Schliesslich ist noch der Fall denkbar, dass die Tendenz der Passivität aus dem Warenverkehr durch die andern Teile der Forderungsbilanz noch verstärkt wird. Wie wirkt aber eine passive Forderungsbilanz auf die inländischen Wirschaftsverhältnisse? Eggenberger nimmt an, sie schwächt die Konsumkraft der Bevölkerung. Dies kann, aber muss nicht der Fall sein. Wir verweisen auf das, was wir früher (S. 37/38 und 57/58) über den Zusammenhang zwischen der Forderungsbilanz und der innern Wirtschaftsbilanz ausgeführt haben. Auch braucht eine geschwächte Konsumkraft nicht unbedingt in verminderter Einfuhr ihren Ausdruck zu finden; es ist wohl denkbar, dass ein Land, welches grosse Mengen lebensnotwendiger Produkte einführen muss, auch weiterhin solche be-

ziehen wird, vielleicht auf Rechnung einer weiteren Verschuldung, bis es einen Stand seiner Erzeugung erreicht, dass es die Schulden abtragen kann, indem es auch Genussmittel etc. beziehen wird, oder umgekehrt, die Einfuhr wird sich vermindern, indem die neugeschaffenen Bodenflächen die notwendigen Lebensprodukte zu liefern anfangen. Auch braucht eine günstige (d. h. aktive) Forderungsbilanz keineswegs die Konsumkraft zu erhöhen, speziell wenn es sich um ganz vorübergehende, kurze Anleihen an das Ausland handelt, vielleicht auch Anleihen aus freundschaftlichen Gefühlen, aus Solidarität etc. (man denke an manche unverzinsliche Anleihe der Alliierten im Weltkriege), die gar keine Erträge für das Gläubigerland abwerfen und ihm noch Kapital entziehen, die es anderweitig ertragbringend anlegen konnte.

Wir sehen also, dass es nicht angängig ist, diese vielfach verwickelten Probleme mit der Formel der Selbstregulierung abzutun. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass im Jahre 1898 die klassischen Lehren auf diesem Gebiete noch ihre vollste Wirkung ausübten und Stimmen des Protestes ganz vereinzelt waren.[16])

Nach diesem etwas vom Thema abweichenden Exkurs, wenden wir uns der Betrachtung des uns interessierenden Problems zu: Den Beziehungen zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen, wie sie bei Eggenberger und Freimann behandelt werden. Vorerst wollen wir noch einiges über die zur Verwendung gelangenden Begriffe bemerken. Die «Zahlungsbilanz» ist, wie schon erwähnt, bei Eggenberger ungefähr das, was wir als Forderungsbilanz bezeichnen, denn er spricht von «Forderungen und Schulden gegenüber dem Auslande» (a. a. O. S. 318). Etwas anderes versteht darunter Freimann und hier müssen wir etwas länger verweilen. Wir lesen bei ihm (a. a. S. 14): «Einmal zählt der Sprechende zum Inhalte der Zahlungsbilanz nur die Forderungen und Schulden eines Landes an das Ausland, nicht auch die Zahlungsmittel im Inlande, wobei nur an die im Auslande verwendbaren Zahlungsmittel zu denken ist. Eine Zahlungsbilanz könnte ungünstig sein, der Stand der Zahlungsmittel aber doch ein günstiger, insofern grössere Zahlungsdisponibilitäten, fremde Sorten, Coupons und Wechsel im Inlande angehäuft werden, was etwa bei sinkendem Diskonto vorkommen kann.» Ein innerer Widerspruch dieser Ausführungen liegt darin, dass einmal von Schulden und Forderungen, das andere Mal von Zahlungsmitteln

[16]) Vergl. z. B. Gruntzel «Der internationale Wirtschaftsverkehr und seine Bilanz», 1895.

gesprochen wird, wobei beide Begriffskomplexe auf eine Ebene gestellt werden. Wir wissen, dass die Zahlungsmittel und deren Markt ein ganz selbständiges Leben führen, abseits von den Forderungen und Schulden, denen sie entspringen können. Darum ist es eine Selbstverständlichkeit, dass die Zahlungsbilanz (als Forderungsbilanz verstanden) einen anderen Charakter besitzen kann, als der «Stand der Zahlungsmittel». Diese fremden Zahlungsmittel interessieren uns ja überhaupt nicht, wenn sie nicht auf dem Zahlungsmittelmarkte erscheinen. Ob fremde Sorten im Tresorfache einer Bank aufbewahrt sind, ist nicht nur für den Stand der Forderungen und Schulden gegenüber dem Auslande, aber auch für den Zahlungsmittelmarkt ganz ohne Belang, denn für die Preisbildung auf dem Zahlungsmittelmarkte, also auch für den Wechselkurs, ist ein Erscheinen auf diesem Markte eine conditio sine qua non. Der «sinkende Diskonto» spielt dabei die Rolle, dass er Kapitalbewegungen von Land zu Land hervorrufen kann. Diese Kapitalien werden dann in der einen oder anderen Form verkörpert und gehen in die Privatwirtschaft in Form von Wechseln etc. über. Das Primäre aber und das für die Betrachtung einzig wichtige ist nur das Grundverhältnis: Die Erteilung eines Kredites in Form von Uebertragungen von Wertpapieren. Ist die Krediterteilung erfasst, d. h. das Forderungs- bezw. Verschuldungsverhältnis festgestellt -- interessiert das Weitere so lange nicht, bis die Verzinsung oder Amortisation erfolgt. Der Begriff der Zahlungsbilanz bei Freimann wäre im allgemeinen annehmbar, wenn er nicht eine Einschränkung gemacht hätte: «Zweitens zählt der Sprechende zum Inhalte der Zahlungsbilanz nur den beweglichen Teil der Forderungen und Schulden eines Landes an das Ausland in einem gegebenen Momente oder innerhalb eines bestimmten Zeitraumes, die gegenseitigen schwebenden Verbindlichkeiten, herrührend aus dem allgemeinen internationalen Verkehr. Darnach wäre es ausgeschlossen, die festen Kapitalforderungen, herrührend aus dem Besitze fremder Wertpapiere, als ein Element der Zahlungsbilanz zu betrachten. Diese Forderungen sind Gegenstand der Zahlungsbilanz nur beim Ein- und Ausgang der Titel und mit ihrer Verzinsung. Sonst aber, und so lange die Titel im Lande liegen, sind die daraus entspringenden Kapitalforderungen nicht der Gegenstand der Zahlungsbilanz, sondern nur der Vermögensbilanz. Und ganz ähnlich verhält es sich mit den festen Kapitalforderungen, herrührend aus der Beteiligung an finanziellen, kommerziellen und industriellen Unternehmungen im Auslande.» Was zunächst Anlass zu Einwendungen gibt, ist die Scheidung zwischen «beweglichen» und «festen» Kapitalforderungen. Was dabei als Diffe-

renzierungsgrundlage dienen soll, ist nicht gesagt worden. Wir können nur vermuten, dass die Fristen dafür massgebend sind. Die kurzfristigen Forderungen sollen in die Zahlungsbilanz gehören, die langfristigen in eine «Vermögensbilanz». Warum aber die langfristigen Kapitalforderungen keine Forderungen und keine Schulden darstellen, so lange deren Verkörperung — die Werttitel — im Inlande liegen, ist unverständlich. Gewiss üben sie beim Ein- und Ausgang einen Einfluss auf die Forderungsbilanz und auf die Zahlungsbilanz aus: Wird ein Kredit erteilt, so belastet der Titelübergang die Forderungsbilanz des Schuldnerlandes, führt aber in der Regel dem Zahlungsmittelmarkte Zahlungsmittel auf das Gläubigerland zu, d. h. gestaltet die Zahlungsbilanz des Schuldnerlandes günstiger. Die Forderungen und Schulden sind auch Gegenstand, wenn man will, einer Vermögensbilanz, oder, wie wir sie nannten, einer äussern Wirtschaftsbilanz; da aber der Begriff der Forderungsbilanz unter denjenigen der Wirtschaftsbilanz zu subsumieren ist, so ist diese Tatsache eine Selbstverständlichkeit. Aber der Verlust der Eigenschaft als Forderung und Schuld wird nicht dadurch beigebracht, dass die Forderung nicht geltend gemacht oder die Schuld nicht rückgezahlt oder verzinst wird, sondern in die Wirtschaft des Schuldnerlandes übergehend, dort wie alle andern Kapitalien arbeitet, bis sie getilgt wird. Auf diese Weise hätte ja kein Land eine auswärtige Verschuldung, ausser aus dem Warenverkehr und ausser derjenigen Zeitpunkte des Ueberganges der Titel über die Grenze und der Leistung der Verzinsung.

Diese etwas längere Klarlegung des Freimannschen Begriffes der Zahlungsbilanz war notwendig, um dessen Ausführungen bez. deren Zusammenhanges mit den Wechselkursen folgen zu können.

Freimann beschäftigt sich an Hand der von Geering aufgestellten Tabelle der Bewegungen des Pariser Wechselkurses, der Diskontosätze und der Silberbewegungen mit dem eben genannten Problem. Was die Silberbewegung anbetrifft, so pflichten wir ihm in der Erkenntnis bei, dass die Silberbewegung die Folge der Kurse und ihr Parallelismus mit den Wechselkursen ein durchaus logischer ist. Der Zusammenhang zwischen Diskontosätzen und Wechselkursen ist für Freimann ein in der Regel gegebener. Wir können uns aber nicht der Meinung anschliessen, dass in der Schweiz der Diskont nur der Ausdruck der innern Zahlungsverhältnisse war; gewiss erhöhten die Emissionsbanken ihren Diskont in Zeiten des grossen Bedarfs an Zahlungsmitteln im Inlande, sie taten das aber nicht nur in diesen Zeiten, sondern waren bestrebt, den Diskontsatz hochzuhalten eben aus Rück-

sichten auf die Valutaverhältnisse, die ihnen wegen der Drainage grosse Unzukömmlichkeiten brachten.

Wenden wir uns jetzt der Hauptfrage zu, ob die Steigerung der Wechselkurse durch die Verschlechterung der Zahlungsbilanz bedingt ist und ob die Handelsbilanz diese Verschlechterung herbeiführt. Freimann stellt sich der Wechselkurstheorie sehr skeptisch gegenüber. Zunächst sind es mehr Gefühlsmomente, die ihn an diese Theorie zu glauben hindern: «Ist es denn möglich, dass der Gang unserer gesamten Wirtschaft gleichsam auf der kleinen Platte der Wechselkurse sich fixieren lasse? Ist es möglich, dass das ganze gewaltige Chaos eines so enormen Betriebes gleichsam sich auflöse in den beiden Symptomen der Wechselkurse und der handelsstatistischen Passivität?» Sachlich bringt er folgende Einwände vor: Fehlerhaftigkeit der handelsstatistischen Ziffern: «Sie sind Hohlkörper. Sie können Gewinn sowohl als Verlust bedeuten und sie können auch eine Verschuldung anzeigen.» Zweitens: Die Bedeutung des «Finanzverkehrs», worunter das Effektengeschäft, die Beteiligungen an Unternehmungen im Auslande, die Liegenschaftsspekulation etc. verstanden werden. Dieser ist unkontrollierbar, wirkt aber auf die Zahlungsbilanz und Wechselkurse unbedingt ebenso stark wie der Warenverkehr, da er an den «Zahlungsaufwand» sogar grössere Anforderungen stellt, als der Warenverkehr. Die Stichhaltigkeit dieses Einwandes wird niemand bezweifeln wollen; dass die Kreditbilanz einen bedeutenden Teil der Posten des Zahlungsmittelmarktes liefert, ist bekannt. Unverständlich ist er nur, wenn er aus der Feder von Freimann kommt, der ja, wie wir gesehen haben, diesen ganzen Finanzverkehr aus der Zahlungsbilanz entfernen wollte. Es bleibt uns nichts anderes übrig, um diesem Widerspruche zu entweichen, als anzunehmen, dass dieser Verkehr, wie von Freimann gesagt, nur im Momente der Ein- und Ausgänge der Titel und Verzinsungen bezw. der Erträge in der Zahlungsbilanz erscheint, d. h. anzunehmen, dass seine Zahlungsbilanz nicht eine Forderungsbilanz, sondern eben die Bilanz des Zahlungsmittelmarktes ist, wobei noch die Einschränkung notwendig wäre, dass die Titel als solche gar nicht als Zahlungsmittel auf das Ausland dienen sollen, also von dieser Seite aus keine Anforderungen an den «Zahlungsaufwand» erwartet werden können. Es bleiben somit nur die Zahlungen aus Verzinsung und aus Gewinnüberweisung der ausländischen Unternehmungen. Diese aber können allein nicht im Entferntesten an die Zahlungsmittelumsätze des Warenverkehrs heranreichen. Der innere Widerspruch lässt also diesen Einwand für Freimann nicht stichhaltig erscheinen. Eine weitere Ueberlegung führt Freimann zu der Erkenntnis, dass der passive

Warenverkehr noch kein Zeichen einer wirtschaftlich-ungesunden Lage gebe, dass vielmehr unterschieden werden muss zwischen «Natur- und Zweckbestimmung des Importes». Die innere Lage weist auf eine wirtschaftliche Prosperität hin (vergl. die Erhöhung der Konsumkraft bei Eggenberger), so dass die Annahme berechtigt sei, die schlechten Wechselkurse und die passive Handelsbilanz zeugen in der Schweiz noch nicht von einer ungünstigen Zahlungsbilanz. Der letzte Satz beruht auf der Annahme, dass «theoretisch» die Wechselkurse bis zu einem gewissen Grade den Stand der Zahlungsbilanz doch anzeigen sollten.»

Dieser Zustand ist aber ein ideeller, wo sich gar keine «störenden» Einflüsse auf die Wechselkurse geltend machen. So einen Zustand setzte Geering nach Freimann voraus, als er die Wechselkurstheorie konstruierte. Dieser Zustand bestünde dann, wenn ein «tadellos funktionierender Weltapparat mit Elektrizitätsgeschwindigkeit überall den Ausgleich» schaffen könnte. Jetzt aber, «wenn wir Paris 50 Mill. schulden, so wird das nicht dadurch aufgewogen, dass wir in fernen Ländern 100 Mill. zugute haben». Die Notwendigkeit einer tieferen Prüfung der handelsstatistischen Ergebnisse, unter Berücksichtigung der Art der Verwendung der eingeführten Waren, ist von uns schon dargelegt worden. Auch diesen Einwand Freimanns akzeptieren wir in vollem Masse. Aber wiederum wird seine Wirkung durch die angehängten Verklausulierungen abgeschwächt. Weder jetzt, noch in einem ideellen Zustande sind die Wechselkurse ein untrüglicher Messer für die Forderungs- resp. Zahlungsbilanz. Auch ein vollkommener Ausgleichsapparat würde daran nichts ändern, aus dem einfachen Grunde, weil er schon besteht. Das Ideal, welches Freimann vorschwebt, wäre nicht wirkungsvoller, als die bestehende Telegraphenvermittlung, denn die fällige Forderung in einem «fernen Lande» unterscheidet sich bez. ihrer Wirkung auf den Zahlungsmittelmarkt nicht im geringsten von einer solchen im Nachbarlande: Beide treten in dem Momente auf dem Markte auf, wo sie beansprucht werden. Es wird eben die internationale Forderungsbilanz eines Landes aus allen Forderungen zusammengesetzt, ohne Rücksicht auf ihre geographische Verteilung. Ob diese Forderungen dann auf dem Zahlungsmittelmarkte erscheinen werden und zur Geltung anlässlich der Wechselpreisbildung kommen werden, ist eine Frage für sich.

Eine ernste Betrachtung verdient die Meinung Freimanns, dass «im Spiegel der Wechselkurse die Verhältnisse der beiden Länder der Kursrelation erscheinen.» Es entsteht dadurch oft eine Wechselkursbewegung, die sowohl auf einer gleichlaufenden als auch auf einer entgegengesetzten Bewegung basieren kann.

Der Preis der fremden Wechsel kann sich verändern nicht nur darum, weil im Inlande eine andere Marktlage entstand, sondern weil auch das Ausland diese Wechsel anders bewertet. Dafür bringt Freimann einige Beispiele, wie die Steigerung des französischen Wechselkurses im Jahre 1891: Diese war auf die Hebung der französischen Valuta und nicht auf das Fallen der schweizerischen zurückzuführen. Die Erscheinung des fallenden Diskontos und der gleichzeitig fallenden Kurse war darauf zurückzuführen, dass die wirtschaftliche Depression in andern Ländern noch stärker als in der Schweiz zum Vorschein trat.

Die Tatsache, dass der Wechselkurs als Ausdruck zweier Preisgestaltungen betrachtet wurde, ist ein neues und wertvolles Element in dieser Frage. Das führt uns zum ganzen Komplex des Geldwertes, denn im obigen Falle blieb der Wert des Schweizerfrankens stabil, während derjenige des französischen Frankens sich veränderte. Der Wechselkurs ist also ausserdem eine Funktion des Geldwertes — diese Erkenntnis, die erst viel später in der allgemeinen Literatur zur Behandlung kam, ist bei Freimann weiter nicht ausgearbeitet.

Ein weiterer Einfluss, der nicht der Zahlungsbilanz entspringt, ist der der Diskontopolitik, der im allgemeinen «ein sehr intensiver» ist, was wir auch zugeben, wobei wir aber gleich die Einschränkung machen müssen, dass ein Zusammenhang zwischen der Diskontopolitik und der Zahlungsbilanz, wie öfters früher hervorgehoben, doch besteht, da die Diskontopolitik nichts anderes verfolgt, als Posten der Forderungsbilanz zu schaffen, die dann den Zahlungsmittelmarkt beliefern sollen. Die Wechselkurstheorie, die ja von Freimann bekämpft wird, gibt diesen Einfluss auch in grossem Masse zu.

Endlich bringt Freimann die Tatsache zur Sprache, dass Frankreich, welches einen niedrigen Diskont besitzt, dadurch in die Lage versetzt wird, seine Kapitalien ins Ausland zu leihen und aus den sich ergebenden Erträgen die Hauptwaffe seiner Valuta schmiedet. Uebersetzen wir dies in die Sprache der internationalen Wertübertragungen, so heisst es, dass es eine aktive Forderungsbilanz besitzt, deren Kreditteil so bedeutende Zahlungsmittel aus Zinszahlungen in der Zahlungsbilanz entstehen lässt, dass die Zahlungsbilanz eine aktive wird; das ist dann der Grund der hohen Kurse der französischen Valuta. Wüssten wir nicht, dass Freimann sich der Trennung zwischen Forderungs- und Zahlungsbilanz nicht bewusst ist, so könnten wir diesen Schluss als Argument gegen ihn benutzen, denn seine Ausführungen gipfeln ja darin, dass die Zahlungsbilanz (-Forderungsbilanz) keinen entscheidenden Einfluss auf die Wechselkurse ausüben

kann. Gerade aber an dem letzten Beispiele würde die Forderungsbilanz das entscheidende Moment für die Wechselkursbildung sein. Der Forderungsbilanz muss ein Einfluss eingeräumt werden, nur erstreckt er sich nicht auf die Zahlungsbilanz und noch weniger auf die Wechselkurse. Für Freimann besteht der einzige Zusammenhang dieser Kapitalverschiebungen mit der Zahlungsbilanz darin, dass nur eine «Verschiebung in den Verhältnissen der Zahlungsbilanz» stattfindet. Die Forderungen und Schulden kompensieren sich also und wenn zur Sanierung der Wechselkurse die Kapitalien aus dem Osten nach dem Westen zurückdirigiert würden, so ergäbe sich nur eine Verschiebung in der Zahlungsbilanz und doch würden die Wechselkurse saniert. Dieses etwas phantastische Projekt wollen wir nur insoweit beurteilen, als sich daraus die Folge ergibt, dass dieser Rückzug der Kapitalien im Osten sicherlich eine Wirkung ausgeübt hätte. die derjenigen bei der Anlage im Westen gerade entgegengesetzt wäre. Vom Standpunkte Freimanns ist es durchaus begreiflich, dass er eine eventuelle Kurssteigerung der österreichischen oder russischen Devise als unbedeutend für die Zahlungsbilanz empfindet: Sind es doch «ferne» oder bez. des Risikos «ungewisse» Länder, die Forderungen dieser Länder können nach der «geographischen Theorie» nicht so wirken, wie die Verschuldung des Westens, die eintreten wird nach der dort vollzogenen Kapitalanlage. Dagegen Einwände vorzubringen erübrigt sich für uns nach dem, was wir darüber oben ausgeführt haben.

In dieser Beziehung erscheinen uns die Ausführungen Eggenbergers mehr auf dem realen Boden fussend. Denn er gibt die Möglichkeit zu, dass das Verschuldungsverhältnis (welches für ihn allerdings, wenigstens theoretisch, in den Wechselkursen seinen Ausdruck findet), eines Landes gegenüber einem andern Lande durch andere partielle Verschuldungsverhältnisse kompensiert werden kann: «Wir können einzelnen Ländern verschuldet sein, dagegen können andere Länder uns gegenüber in noch stärkerem Masse verschuldet und die allgemeine Zahlungsbilanz kann doch eine günstige sein.» (a. a. O. S. 319). Dieses partielle Verhältnis kann sich also in einem ungünstigen Wechselkurse auf das betreffende Land äussern. Nach Freimann gibt es im heutigen Zustande keinen Ausgleich von Schulden und Forderungen zwischen den Gläubigern — und Schuldnerstaaten eines Landes. Somit wäre die Betrachtung der einzelnen partiellen Zahlungsbilanzen angebracht, denn die allgemeine Zahlungsbilanz ist ja nach Freimann keine Resultante aus diesen partiellen. Und doch wendet sich Freimann gerade gegen diese Seite der Geeringschen Theorie am schärfsten, indem er ihr vorwirft, dass sie sich auf die

Betrachtung des Pariserkurses und des Verschuldungsverhältnisses zwischen der Schweiz und Frankreich beschränkt.

Ziehen wir nun das Gesamtergebnis der Betrachtung der Eggenbergschen und Freimannschen Ausführungen, so müssen wir feststellen, dass sich die kritische Einstellung der genannten Autoren zu der Wechselkurstheorie im wesentlichen darauf beschränkt, erstens auf die notwendige Vorsicht bei der Behandlung der handelsstatistischen Ziffern zu verweisen, zweitens eine grössere Bedeutung der andern Teile der Forderungsbilanz für die Gestaltung der Wechselkurse anzunehmen als Geering und drittens einige Andeutungen über die Unterschiede zu geben, die zwischen «Statistik und Verrechnung», d. h. zwischen effektiver Wertbewegung und den dadurch hervorgerufenen Zahlungen bestehen.

Wir gehen jetzt zu dem letzten Werk über, welches wir noch zu dieser Periode der nationalökonomischen Forschung auf unserem Gebiete zählen wollen und das wir ebenfalls in die oppositionelle Strömung, die sich gegen die Wechselkurstheorie geltend machte, einreihen. Das sind die «Untersuchungen über das Geldwesen der Schweiz und die Ursachen des hohen Standes der auswärtigen Wechselkurse» von K a l k m a n n.

Um gleich den Grundgedanken der Ausführungen Kalkmanns vorwegzunehmen — das ganze Problem hat seine Wurzel im Notenbankwesen der Schweiz, dessen eigentümliche Entwicklung und eigenartige Wirkungen unter der Herrschaft des Gesetzes vom Jahre 1881 zu Stande kamen. «Das schweizerische Bankgesetz ist das Grundübel, an welchem die Währung der Schweiz krankt. Der grosse Teil des ungünstigen Standes der Devise Frankreich ist im Grunde auf seine Rechnung zu setzen.» (a. a. O. S. 75) Es erübrigt sich hier die typischen Merkmale des Bankwesens der Schweiz noch einmal zu widerholen. Wir haben bereits anlässlich der Behandlung derjenigen Theorien, die es in den Vordergrund des Problems schoben, seine Grundzüge charakterisiert. Wir haben auch gesehen, inwiefern seine Organisation durch die eigentümliche Diskontopolitik, durch die Art der Notenausgabe, durch erzwungene Edelmetallpolitik auf die Wechselkurse einerseits und auf die Zahlungsbilanz andererseits Einflüsse ausübte. Wir werden daher aus den Kalkmannschen Ausführungen nur das herausgreifen, was mit dem Problem des Zusammenhanges zwischen der Zahlungs- resp. Handelsbilanz und den Wechselkursen direkt oder indirekt zusammenhängt.

«Die Wechselkurse müssen ungünstig für die Schweiz stehen, entweder, wenn die Schweiz in grösserem Umfange Zahlungen an das Ausland zu leisten, als sie an Forderungen einzukassieren hat

oder, wenn durch eine Anspannung fremder Geldmärkte, welche die am schweizerischen Geldmarkte herrschende Spannung an Stärke übertrifft, fremdes und schweizerisches Kapital aus der Schweiz herausgezogen wird. Zu diesen beiden Faktoren sind als Momente, die einen ungünstigen Einfluss auf die Wechselkurse ausgeübt haben, seit Mitte der 80ger Jahre noch die Politik einer Reihe schweizerischer Notenbanken mit Bezug auf die Erhaltung ihrer Silbervorräte und die Spekulation in Wechseln auf Frankreich hinzugekommen.» (a. a. S. 24).

Beschränken wir uns vorläufig auf den Einfluss der Zahlungsbilanz und der Kapitalströmungen auf die Wechselkurse. Die «Zahlungsbilanz» wäre, wie aus dem angeführten Zitat ersichtlich ist, mit unserem Begriffe der Forderungsbilanz zusammenfallend. Es sind scheinbar die Zahlungen, die in Betracht kommen, doch ist es nur eine laxe Ausdrucksweise,[17]) gemeint sind im Grunde genommen doch Forderungen und Schulden aus dem Warenverkehr, der den «Hauptbestandteil» der Zahlungsbilanz bildet und aus allen anderen auswärtigen Wirtschaftsbeziehungen. «Im Ganzen lässt sich indessen annehmen, dass die Schweiz aus den genannten Titeln stets einen reichlichen Vorrat an Forderungen an das Ausland besitzt.» (a. a. O. S. 25). Die Handelsbilanz, die sich verschlechtert, findet dabei ein «gewisses Gegengewicht» in andern Teilen der Zahlungsbilanz, so dass im grossen und ganzen der Einfluss der Zahlungsbilanz (die Handelsbilanz inbegriffen) auf die Wechselkurse kein grosser ist. Ausschlaggebend sind dagegen die «Kapitalströmungen» als Folge der Zinsdifferenzen. Kalkmann stellt diesen Faktor neben die Zahlungsbilanz, was wir nach unserer ganzen Auffassung nicht akzeptieren können. Somit ergibt sich schon eine prinzipiell andere Auffassung vom ganzen Problem. Während Kalkmann diesen Strömungen eine überragende Rolle in ihrem Einfluss auf die Wechselkurse zuschreibt und dadurch den Einfluss des «andern» Faktors, der Zahlungsbilanz, schmälern will, müssen wir konsequenterweise die beiden Einflussquellen nebeneinander und nicht gegeneinander stellen und überall dort, wo ein Zusammenhang zwischen Kapitalströmung und Wechselkursen durch Kalkmann betrachtet wird, auch einen solchen der Zahlungsbilanz annehmen.

Die Zinsdifferenzen, geschaffen durch die Diskontopolitik der Emissionsbanken, üben dabei den grössten Einfluss aus. Die

---

[17]) Vergl. a. a. O. Anmerkung 1, S. 124, wo von «Zahlungsverpflichtungen» die Rede ist.

Richtlinien dieser Politik haben wir seinerzeit kurz angedeutet. Wir erinnern uns an die Gründe, welche den Emissionsbanken die Haltung eines hohen Diskontsatzes unmöglich machten, an die daraus resultierende Notenfülle, den Abfluss des Metallgeldes, die Drainage, die erzwungenen Silberbezüge aus Frankreich etc. Diese Erscheinungen werden alle von Kalkmann eingehend besprochen, wobei er zum Schlusse kommt, dass das Steigen des französischen Wechselkurses hauptsächlich durch den niedrigen Diskont und die Silberkäufe der Emissionsbanken bedingt ist. Indessen interessiert uns auch die Verknüpfung aller dieser Tatsachen mit der Forderungs- resp. Zahlungsbilanz.

Theoretisch sind «die Bewegungen der Wechselkurse im allgemeinen von der Zahlungsbilanz und Kapitalströmungen abhängig» — dieser Satz könnte für uns die ganze Einstellung Kalkmanns zu der Frage charakterisieren, wenn er dessen Geltung für die schweizerischen Verhältnisse, wenigstens für eine bestimmte Periode, nicht in Abrede gestellt hätte.[18]) Bis zum Jahre 1882, als sich die Bestimmungen des Bankgesetzes noch nicht geltend machten, galt eben dieser Satz auch für die Schweiz. Damit wäre für uns eine Zweiteilung gegeben: Der «normale» Zustand, wo das Geldwesen noch nicht störend eingriff und der Zustand des kranken Geldwesens, wo die theoretischen Grundsätze auf den Kopf gestellt wurden. Leider gewinnen wir aus dem Werke Kalkmanns keinen Stoff für die Beurteilung seiner Stellung zum Problem des normalen Zustandes. Das ist ja übrigens ganz begreiflich, denn seine Arbeit bezweckt eben die Untersuchung der Gründe des «hohen Kursstandes», d. h. sie erstreckt sich auf den krankhaften Zustand. Von diesem Standpunkte aus gewinnt das ganze kritische Verhalten Kalkmanns zu andern Theorien, speziell zu der Wechselkurstheorie, ein etwas gemildertes Aussehen. Grundsätzlich wird von Kalkmann behauptet, dass, wie wir berichtigt haben, nur die Forderungsbilanz für die Bewegung der Wechselkurse massgebend sei. Unter den gegebenen Umständen

---

[18]) Dass er für andere Länder gilt, beweist uns folgende Aeusserung a. a. O. (S. 45) : «Die deutschen Wechselkurse auf England, Holland, Oesterreich sind der Ausdruck des Standes der Zahlungsverpflichtungen und der Richtung der Kapitalströmungen zwischen Deutschland und den einzelnen genannten Ländern ; ihre Bewegungen sind abhängig von der Bilanz des deutschen Warenhandels, der Ein- und Ausfuhr von Effekten nach und von Deutschland und von den Kapitalströmungen, welche zwischen Deutschland und England, Holland und Oesterreich stattfinden. Andere Momente können keinen Einfluss auf die Kursschwankungen gewinnen.»

aber, wie wir sie in der Schweiz in den letzten zwanzig Jahren des 19. Jahrhunderts sehen, verliert diese Theorie ihre Richtigkeit und andere mächtigere Faktoren, die den Ausschlag geben, treten hinzu. Die Forderungsbilanz äussert hie und da ihre Wirkung, nämlich dann, wenn infolge besonderer augenblicklicher Verhältnisse, ihre Wirkung nicht durch diejenige dieser anderen Faktoren (hauptsächlich der Diskontopolitik) durchkreuzt wird. Für unsere Zwecke wird es dabei nützlich sein, diesen «anormalen» Zustand als etwas durchaus gegebenes zu betrachten und die Schlussfolgerungen Kalkmanns als seine theoretische Auffassung überhaupt anzusehen, das umsomehr, als wir diese ausserordentlichen Faktoren, die anscheinend ausserhalb des Zusammenhanges zwischen Forderungsbilanz und Wechselkursen stehen, in diesen miteinbeziehen wollen.

Wie gesagt, ist für Kalkmann die Diskontopolitik der primäre Faktor der Wechselkursschwankungen. Dabei ist der Begriff der Diskontopolitik unmittelbar mit all seinen eigentümlichen Ausflüssen in Beziehung zu bringen. Diese Ausflüsse machten sich mit dem Momente geltend, wo die Schweiz in eine währungspolitische Abhängigkeit von Frankreich geriet. Das Bestreben der Banken, ihre Golddeckung festzuhalten, fand ihren Ausdruck in der durch das Währungssystem gegebenen Möglichkeit der Einlösung der Noten in Silber und die Münzunion mit Frankreich erlaubte das Silber zu Zahlungszwecken an Frankreich zu verwenden. Somit gewinnt der auswärtige Silberverkehr, als Ausdruck der Forderungs- bezw. Schuldverhältnisse eine grosse Bedeutung. Dabei beschränkte er sich auf Frankreich, denn die Goldwährungsländer müssen ja, sobald die Nachfrage nach den betr. Wechseln die Kurse über den Goldpunkt treibt, in Gold befriedigt werden. Da dieses aber in der Schweiz von den Banken sorgfältig gehütet wird und im Umlaufe spärlich vorhanden ist, so wendet man sich an das französische Goldreservoir. Durch diesen Gedankengang ist die Verbindung zwischen dem Verschuldungsverhältnis zu Frankreich und dem zu anderen Ländern hergestellt: Eine passive Forderungsbilanz im Verkehr mit England und Deutschland findet ihren Niederschlag nicht in den betr. Wechselkursen, sondern in dem französischen Kurs. Die Preise der englischen und deutschen Devisen werden einfach rechnerisch dadurch in der Schweiz bestimmt, dass die Kosten des Umweges über Frankreich zu den Kursen der betr. Devise in Paris zugeschlagen werden. Es findet also nach Kalkmann in der Schweiz eigentlich gar keine freie Preisbildung für diese Devisen statt. Damit reduziert sich das Problem auf die Bestimmung der Ursachen des hohen französischen Kurses. Es mag dahingestellt sein, ob die Beweisführung

Kalkmanns bez. dieser These unanfechtbar ist.[19]) Da nun Kalkmann aber in der Hauptsache die Devise Paris betrachtet, so müssen wir ihm folgen.

Die Zusammenhänge zwischen dem Notenbankwesen und der Forderungs- resp. Handelsbilanz sind von Kalkmann selbst teilweise gewürdigt: «Die Entwicklung der Zahlungsbilanz und die Richtung der Kapitalströmungen waren bedingt durch die Gestaltung des auswärtigen Handels der Schweiz und die Politik ihrer Notenbanken» (a. a. O. S. 77). Auf welche Weise wirkte nun das Bankwesen auf die Forderungsbilanz? Zunächst durch die Diskontosätze auf die Gestaltung der Handelsbilanz: «Die Diskontopolitik hat auch eine innere Bedeutung, insofern als sie durch Begünstigung spekulativer Tätigkeit eine auf ungesunder Grundlage beruhende Steigerung der Konsumationskraft eines Landes herbeiführen kann, und ferner, indem sie auf die Preisbildung Einfluss ausübt. Auf diesen beiden Umwegen kann sie dann auch für die Gestaltung der Handelsbilanz von Bedeutung werden.» (a. a. O. S. 37) Durch leichtere Kreditgewährung wird die Bauspekulation, Steigerung von Grundpreisen bewirkt. Das äussert sich in zweifacher Richtung: Vermehrung von Einkommen

[19]) Betrachten wir z. B. einen Augenblick die Kausalkette von Kalkmann, die sich ungefähr folgendermassen gestaltet: Wegen verschiedener währungspolitischer Momente überträgt sich jede Verschuldung der Schweiz gegenüber dem gesamten Auslande auf den französischen Wechselkurs, dadurch erhält dieser eine ausserordentliche Bedeutung für die Beurteilung der gesamten internationalen Forderungsbilanz der Schweiz («da er nicht nur das Verhältnis der Schweiz zu Frankreich, sondern auch den Stand der Zahlungsverpflichtungen zwischen der Schweiz und dritten Ländern, wenn derselbe ungünstig für die Schweiz ist, zum Ausdruck bringt.» a. a. O. S. 39); der französische Kurs steht meistens ungünstig; hieraus sollte eigentlich gefolgert werden, dass die internationale Forderungsbilanz der Schweiz auch ungünstig sei, doch weicht Kalkmann von diesem Wege ab, indem er sagt: Nur die Schulden der Schweiz gegenüber dritten Ländern kommen in dem französischen Kurse zum Ausdruck, die Forderungen der Schweiz an dritte Länder werden auch durch diese unmittelbar beglichen (a. a. O. S. 24/25). Es findet in der Schweiz also doch ein Angebot von Wechseln auf Deutschland und England statt, deren Preise nichts mit der Umrechnerei in Pariserkursen zu tun haben! Es kann also gut möglich sein, dass das Angebot dieser Wechsel den Bedarf für Zahlungen an Deutschland und England und auch an Frankreich übersteigt oder ihm mindestens gleich ist. Es ergibt sich dann die Möglichkeit mit diesen Wechseln nach Frankreich zu zahlen, jetzt wird der französische Kurs den Stand der Verschuldung dritten Ländern gegenüber überhaupt nicht angeben und sogar das Verschuldungsverhältnis gegenüber Frankreich wird verwischt.

und Vermögen, d. h. Steigerung der Konsumkraft und ausserdem vermehrte Einfuhr von Baumaterialien, beides erhöht die Passivität der Warenbilanz. Daneben wirkt ein niedriger Diskontsatz anregend auf die Preise, woraus auch eine Verschiebung zwischen Ein- und Ausfuhr entsteht.

Von unserem Standpunkte aus sind aber die Zusammenhänge noch enger und zahlreicher. Die stärkste Wirkung auf den französischen Wechselkurs üben nach Kalkmann die Silberbezüge der Emissionsbanken aus, die dazu gezwungen werden, um eine frei verfügbare Barschaft zur Noteneinlösung bereit zu halten. Die Wirkung dieser Bezüge auf die Forderungs- bezw. Zahlungsbilanz und auf die Wechselkurse wurde schon von uns eingehend untersucht (S. 51/52, 73). Wir wissen, dass diese Tätigkeit der Banken durchaus nicht etwas ist, was aus dem Rahmen des Verschuldungsverhältnisses fällt.

Zu den Silberbezügen der Emissionsbanken gesellt sich seit 1896 eine Spekulation mit den französischen Wechseln: «Diese beiden Momente, das Verhalten der Notenbanken beim Rückkauf des Silbers und das Eingreifen der Spekulation scheinen seit 1896 einen bedeutenden Einfluss auf die Bewegung der Devise Frankreichs erlangt zu haben.» (a. a. O. S. 42) Die Spekulation schafft aber die gleiche Situation, wie im Falle der Silberrückkäufe der Banken: Das in Frankreich durch die Drainageure hinterlegte Silber schafft einen Forderungsposten in der Forderungsbilanz der Schweiz gegenüber Frankreich. Durch das Ausstellen eines Wechsels wird diese Forderung beansprucht.

Schliesslich wäre noch des dritten Faktors der Wechselkursbewegungen nach Kalkmann zu erwähnen — der Schaffung von Zinsdifferenzen durch die Diskontopolitik. Wir begnügen uns hierbei mit dem Hinweis auf das, was wir schon öfters über den Zusammenhang der Zinsgeschäfte mit der Forderungsbilanz dargelegt haben.

Wir haben also die enge Verknüpfung aller drei Kalkmannschen Wechselkursfaktoren mit dem Bilanzsystem aufgedeckt. Die weiteren, eventuell zur Wirkung in der Schweiz gelangenden Faktoren, waren nach Kalkmann noch die Handelsbilanz, die Kapitalströmungen und die Effektenbewegung. Wie wir bereits wissen, gehören sie alle in das Forderungsbilanzsystem und erzeugen event. Zahlungsmittel auf das Ausland, welche dann in der Preisbestimmung für ausländische Wechsel mitwirken.

Kalkmann gehört zu den Gegnern der Wechselkurstheorie, wie sie von Geering formuliert wurde. Wir gehen jetzt in Kürze auf diejenigen Ausführungen Kalkmanns ein, die seine oppositionelle Stellung zu Geering begründen.

Was zunächst die Bedeutung der Handelsbilanz für die Wechselkurse anbetrifft, so beweist Kalkmann an Hand der Handelsstatistik, «dass der Stand des französischen Wechselkurses in den einzelnen Jahren der Entwicklung der schweizerischen Handelsbilanz keineswegs genau entspricht.» (a. a. O. S. 40). «Es zeigt sich also, dass wir den ungünstigen Stand der Devise seit 1885 nicht aus der Verschiebung der Handelsbilanz allein erklären können. Dass das starke Anwachsen der Wareneinfuhr ohne entsprechende Vermehrung der Ausfuhr in gleicher Richtung gewirkt hat, wie die Kapitalströmungen, soll darum nicht geleugnet werden.» Seit 1895 sind es aber nicht die Zinsdifferenzen, sondern die schon erwähnten Silberbezüge und die Spekulation, welche den grössten Einfluss gewinnen und welche u. a. bewirkten, dass z. B. im Jahre 1898, trotz der günstigen Handelsbilanz und einer Besserung der Diskontopolitik, der französische Wechselkurs kaum auf den Goldpunkt gefallen ist.

Die unmassgebende Bedeutung der Handelsbilanz wird auch öfters von Kalkmann hervorgehoben, so z. B. bei der Erklärung der Tatsache, dass, sogar im Herbste, seit dem Jahre 1882 der französische Wechselkurs nie den Goldpunkt zugunsten der Schweiz erreicht hatte. Trotzdem die Handelsbilanz zur gleichen Zeit sich zu bessern pflegt, die Fremdensaison bedeutende Beträge fremder Zahlungsmittel bringt und der Diskontsatz hoch ist — erreichen also alle diese drei Faktoren nicht die Stärke der Wirkung der Silberbezüge der Banken. Auch ist die Betrachtung der französisch-schweizerischen Handelsbilanz durchaus ungenügend, denn das Geldwesen der Schweiz überträgt auch die aus jeder andern Handelsbilanz der Schweiz resultierenden Verpflichtungen auf den französischen Wechselkurs.

Auch die zweite Geeringsche Theorie: Der Einfluss der Diskontopolitik, besitzt nach Kalkmann keine grosse Bedeutung. Dabei muss man sich daran erinnern, dass nicht die eigentümlichen Nebenerscheinungen der Diskontopolitik der schweizerischen Emissionsbanken von Kalkmann gemeint sind, sondern die positive energische Politik im Sinne der Hinaufsetzung der Diskontosätze. Im allgemeinen ist eine solche Politik nur drei mal zur Durchführung gelangt (1887, 1893, 1898); abgesehen davon, kann von einer Diskontopolitik in der Schweiz überhaupt nicht die Rede sein (a. a. O. S. 35).

Schliesslich sind auch alle andern Faktoren der Zahlungsbilanz unwirksam: Von dem Ausbleiben der Wirkung des Fremdenverkehrs wurde schon gesprochen; Kapitalströmungen, die bis zum Jahre 1895/96 den mächtigsten Faktor darstellten, bleiben jetzt ohne Einfluss auf die Wechselkurse: «Die fortgesetzten An-

käufe französischer Wechsel seitens der Nationalbank und die Spekulation in Wechseln auf Frankreich haben seit 1896 eine solche Gewalt erhalten, dass die übrigen Einflüsse, auch derjenige der relativen Anspannung der verschiedenen Geldmärkte mehr oder weniger verwischt werden.» (a. a. O. S. 74)

Damit schliessen wir die Betrachtungen über die oppositionellen Richtungen, die sich in der schweizerischen Literatur gegenüber der Geeringschen Theorie geltend gemacht haben. Obwohl Geering selbst später äusserst selten zu der Frage das Wort ergriffen hat und daher sich keine Gelegenheit bietet, die Entwicklung seiner Anschauungen zu verfolgen, insbesondere seine Stellung zu den aufgeworfenen Fragen zu betrachten, wollen wir es uns nicht nehmen lassen, aus den uns zur Verfügung stehenden, allerdings sehr spärlichen Aeusserungen Geerings ein Bild zu entwerfen, ob und welche Modifikationen seine Theorie in diesen Aeusserungen erfahren hat.

Schon anlässlich der Besprechung der Geeringschen Theorie haben wir darauf hingewiesen, dass Geering auch späterhin die gleichen Gedanken ausgesprochen hat, wie er sie in seinem Referate äusserte[20]). Er hielt auch weiterhin an dem Grundsatze fest, dass die Handelsbilanz den Ausschlag für die Bewegung der Wechselkurse gibt. Die von ihm für das Jahr 1899 aufgestellte Zahlungsbilanz der Schweiz zeigt auch von dem Gesamtumsatze von $1^3/_4$ Milliarden Franken, 800 Millionen auf der Aktivseite und 1,2 Milliarden Franken auf der Passivseite auf die Handelsbilanz entfallend. Der Warenverkehr ergibt also noch immer den grossen Teil der Bilanzsumme und er ist der einzige Posten, der einen Passivsaldo abwirft. Es wundert uns also nicht, wenn auch in den spätern Jahren die grosse Rolle der Handelsbilanz bei Geering immer in den Vordergrund tritt.[21]) Dass er neben der Handelsbilanz in immer steigendem Masse die Bedeutung anderer Faktoren bei der Wechselkursbildung zugibt, kann auch nicht verwundern, angesichts dessen, was wir z. B. bei Kalkmann über Handelsbilanz und Wechselkurse gelesen haben.[22]) Besonders stark tritt jetzt bei ihm der erwähnte Valorenverkehr in den Vordergrund, auch die Kapitalverschiebungen und die Diskontopolitik.[23])

---

[20]) Vergl. oben S. 64 Anmerkung und S. 65 Anmerkung.
[21]) Finanzjahrbuch der Schweiz 1901, 1902.
[22]) Neue Zürcher Zeitung vom 3. März und 4. März 1898.
[23]) Finanzjahrbuch 1901, 1902, 1904; Ueber die Bedeutung der Diskontdifferenzen bei Geering vergl. auch oben S. 74 Anmerkung 3; in dem dort erwähnten Artikel findet sich auch der bezeichnete

Wir haben früher öfters darauf hingewiesen, dass irrtümliche Auffassungen der Vorgänge auf dem internationalen Geldmarkte darauf beruhten, dass eine reinliche Scheidung zwischen der Forderungs- und Zahlungsbilanz nicht durchgeführt wurde. Diese Scheidung drängt sich schliesslich jedem auf, der die Wirkungen der internationalen Kapitalströmungen betrachtet. So finden wir auch bei Geering schliesslich eine diesbezügliche Erkenntnis.[24])

In der im Jahre 1904 erschienenen Schrift von Geering «Die Verschuldung der Schweiz an Frankreich», wendete er sich einer andern Seite der schweizerischen Verschuldung gegenüber dem Auslande, speziell gegenüber Frankreich, der Verschuldung aus Kapitalverschiebungen, zu. Der Beweis der bestehenden Verschuldung und deren ziffernmässige Feststellung interessiert uns weniger, als die Konsequenzen, die sich daraus in Bezug auf die Valuta und die Zahlungsbilanz ergeben. Die doppelte Wirkung jeder Schuldaufnahme im Auslande muss dabei in Betracht gezogen werden. Was die momentane Wirkung auf die Zahlungsbilanz anbetrifft, so ist sie nach Geering sehr stark. Diesem Einflusse ist die Besserung des französischen Kurses in den Jahren 1900 und 1901 in der Hauptsache zuzuschreiben. Dabei ist «die auffällige Gunst des Pariserkurses für die Schweiz als anormal anzusehen und dieser Gunst des Kurses müsse ganz unfehlbar ein Umschlag in sein Gegenteil folgen, von dem Momente an, wo der Zustrom französischer Kapitalien ins Stocken gerate.» (a. a. O. S. 43) Somit sollte der französische Kurs im Grunde genommen, aus Ursachen, die wir nicht zu betrachten brauchen, auch weiter über Pari stehen. Der mächtige Einfluss der zuströmenden Kapitalien unterdrückte aber die Wirkung der sonst auf den französischen Kurs wirkenden Faktoren. Jetzt kommt aber die Kehrseite der Medaille: Mit dem Aufhören dieses Zustroms, wie es gerade 1904 der Fall zu sein scheint, hörte auch der Druck auf den Wechselkurs auf, anderseits begannen die Zins- und Amortisationszahlungen denselben zu belasten. Diese Zinszahlungen sind indessen nach Geering nicht so wirkungsvoll, wie man glaubt, denn in der Grösse von ca. 30 Mill. jährlich machen sie nur $^1/_4$ der Warenpassivität mit Frankreich allein aus. Was deren Wirkungen auf die Forderungsbilanz anbelangt, so müssen wir konstatieren, dass sie von Geering gänzlich ignoriert werden. Wie dem auch sei, gewinnen wir doch den Eindruck,

---

Satz: «Wichtiger als alle anderen Rezepte ist und bleibt eine stramme Diskontpolitik».

[24]) Geering und Hotz, «Wirtschaftskunde der Schweiz» 1. Aufl. S. 135. Jahresbericht der Basler Handelskammer 1897, 1909 Finanzjahrbuch 1905.

dass unbeachtet der grossen Bedeutung, die er den Kapitalverschiebungen im allgemeinen zuschreibt, sein Standpunkt sich auch weiterhin nicht geändert hat. Die Verschuldung, hier nur als Verpflichtung zu Zins- und Amortisationszahlungen gemeint, wirkt auf die Dauer nicht in so starkem Masse, wie andere Faktoren.

Die in der Zwischenzeit erfolgte Gründung der Schweizerischen Nationalbank blieb nicht ohne Einfluss auf die Währungslage. So hat auch Geering die Nationalbankpolitik und ihre günstige Wirkung für die Entwicklung der Wechselkurse hervorgehoben.[25])

Wenn wir uns die Geeringschen Ansichten dieser Periode noch einmal vergegenwärtigen, so können wir, vielleicht etwas mehr gefühlsmässig, die Ansicht aussprechen, dass sich sein Standpunkt prinzipiell nicht geändert hat. Dieselben Faktoren sind es, die auch seiner späteren Meinung nach, am stärksten wirken; vielleicht wird die Bedeutung anderer, denen er früher relativ keine zu grosse Bedeutung im Vergleiche zur Handelsbilanz zuschrieb, jetzt mehr von ihm gewürdigt. Die Kapitalströmungen, die Diskontopolitik, der Fremdenverkehr und andere Dienste treten stärker in den Vordergrund. Der Kern der ganzen Auffassung: Der direkte und unbedingte Zusammenhang zwischen der «Zahlungsbilanz» und den Wechselkursen, ist derselbe geblieben.

Bevor wir im folgenden Paragraphen unsere Betrachtungen einer andern Periode der nationalökonomischen Forschung auf unserem Gebiete widmen, erwähnen wir noch ganz kurz eine Strömung, die auf den Kalkmannschen Untersuchungen fussend, den Schwerpunkt auf die währungspolitische Seite des Problems verschiebt.

Deren Ausdruck finden wir in den Ausführungen von Landmann[26]). Er steht vollständig auf dem Boden der Ansichten Kalkmanns[27]), bekämpft auch die Geeringsche Theorie, gegen welche er hauptsächlich folgende Einwände vorbringt: Ein «gewisser Parallelismus» zwischen der Entwicklung des Saldos der Handelsbilanz und des französischen Wechselkurses ist zwar unverkennbar: «Es unterliegt wohl keinem Zweifel, dass diesem Parallelismus ein Kausalnexus zwischen den beiden Erscheinungen, der Verschiebung des Saldos der Warenbilanz und der Gestaltung der auswärtigen Wechselkurse, zu Grunde liegt».

---

[25]) Finanzjahrbuch 1909, 1911, 1913.
[26]) «Das Schweizerische Bankgesetz».
[27]) a. a. O., S. 49 ff.

Daraus kann man aber noch nicht die Tatsache der Bewegung der Wechselkurse völlig erklären. Die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft steht zu dieser Verschlechterung der Wechselkurse in direktem Gegensatz, die Lebensführung und die Steuerkraft des Volkes erhöhen sich; auch die Wirklichkeit gab Geering nicht Recht, weil die 1899 und 1900 eingetretene beispiellose Besserung der Handelsbilanz nicht den entsprechenden Ausdruck in der Devise Paris gefunden hat. Die Entwicklung des französischen Wechselkurses seit 1901 ist aber durch Kapitalströmungen aus Frankreich bedingt. Der Haupteinwand Landmanns ist aber der, dass die Verschuldungstheorie «die Erscheinung, zu deren Erklärung sie konstruiert wurde, in Wirklichkeit nicht erklärt». Sie ist wohl geeignet, «eine Erklärung der steigenden Devisenkurse zu geben», kann aber die Tatsache der dauernden Ueberschreitung des Goldpunktes durch die Devise Paris nicht erklären.

Eine Variante der Wechselkurstheorie wurde von William Speiser[28]) vertreten, der den Hauptnachdruck auf die Passivität der Kapitalbilanz legte, also auf Beteiligung ausländischen Kapitals an schweizerischen Wertpapieren. Die als Folge zu leistenden Zinszahlungen, Dividenden und Kapitalrückzahlungen steigern in sehr hohem Grade den Umfang der speziell nach Frankreich zu remittierenden Beträge und damit den Stand der Devisenkurse. Speiser neigt also in stärkerem Masse der späteren Geeringschen Auffassung zu.

Die Kalkmannsche Theorie blieb aber auch nicht ohne Widerspruch. Wir werden diese Strömung hier weiter nicht betrachten, da sie sich in der Hauptsache auf die Anschauungen Kalkmanns bezgl. der Notwendigkeit der Kündigung der Münzunion beschränkt. Der Vollständigkeit halber sei nur erwähnt, dass zu seinen Gegnern u. a. W. Speiser[29]) und, obwohl eigentlich nicht unter unsere Betrachtung fallend, der französische Nationalökonom Raffalovich gehören, der Kalkmann in seinem Werke «Le Marché Financier en 1900—1901» widerspricht.

---

[28]) Darüber bei Landmann a. a. O. S. 47. Der dort erwähnte, von Speiser in der Basler statistisch-volkswirtschaftlichen Gesellschaft am 6. November 1907 gehaltene Vortrag stand uns leider nicht zur Verfügung.

[29]) Allgemeine Schweizer Zeitung vom 27. und 29. September 1900.

§ 9. Die Schärsche Theorie.

Die bisher von uns behandelte Literatur hatte zum Gegenstande ihrer Erörterungen die aktuelle Frage der unverhältnismässig hohen Wechselkurse, wie sie in der Schweiz in den Jahren 1885 bis 1900 beobachtet wurden. Die Aktualität des Problems rief damals eine Reihe von Schriften währungspolitischer Natur hervor, mit dem Abflauen der «Konjunktur» auf diesem Gebiete fiel naturgemäss das Interesse für die bez. Zusammenhänge und mit der Rückkehr zu mehr oder weniger normaler Lage in den Währungsverhältnissen verstummte allmählich auch die Diskussion in der Presse.

Angesichts dieser günstigen Situation ist es verständlich, dass die Forschung auf dem uns interessierenden Gebiete sich ziemlich indifferent verhielt, umsomehr, als neue Probleme ihrer harrten. Insbesondere war es die Diskussion in der Nationalbankfrage, die jetzt alle Gemüter beschäftigte. Obwohl diese letztere sich in manchen Punkten mit der der Valuta berührte, so war doch den speziellen Fragen der Zahlungsbilanz- und Wechselkurstheorie in ihr kein breiter Platz eingeräumt.[1]) Wir übergehen daher die Schriften, welche sich in der Hauptsache mit bankpolitischen Fragen befassten, und werden nur noch weiter unten die laufende wirtschaftliche Berichterstattung dieser Zeit berücksichtigen aus Anlass des Ueberblickes über die Vorkriegsperiode.[2])

Bis zum Jahre 1913/14, wo die Werke Zollingers erschienen, hat keine neue grössere theoretische Untersuchung die schweizerische Literatur bereichert. Zu dieser Zeit aber erschien in Deutschland das Werk des schweizerischen Handelswissenschaftlers J.-Fr. Schär[3]), welches in vielfacher Beziehung eine bemerkenswerte Erscheinung am Horizonte der zahlungsbilanztheoretischen Forschung darstellt. Wir werden uns daher nicht vom «territorialen» Prinzip leiten lassen und das zwar in Deutschland erschienene, aber von einem schweizerischen Autor verfasste Werk einer eingehenden Betrachtung unterziehen.

Für Schär ist das Problem der Erfassung der zwischenstaatlichen Wertübertragungen ein rein privatwirtschaftliches, es ist ein Problem «der Buchhaltung, der kaufmännischen Arithmetik und der Handelsbetriebslehre». (a. a. O. S. 9). Die «Zahlungsbilanz» ist bei Schär kein feststehender Begriff. Wir begegnen einigen Begriffsumschreibungen, die ganz verschiedenen

---

[1]) so z. B. bei Landmann a. a. O.
[2]) siehe unten § 10.
[3]) «Zahlungsbilanz und Diskont».

Inhalt verbergen.[4]) Es lässt sich vorerst feststellen, dass die Zahlungsbilanz für Schär «die kontenmässige Gegenüberstellung von Forderungs- und Schuldverhältnissen des Inlandes mit dem Auslande» ist (a. a. O. S. 14). Sie stellt eine Kontokorrentrechnung des Inlandes mit dem gesamten Auslande dar. Genau so, wie der Zweck eines privatwirtschaftlichen Kontokorrentes in der Feststellung des Saldos gipfelt, so ist auch der Zweck der Zahlungsbilanz die Feststellung des Saldos zwischen Schuld- und Forderungsverhältnissen des Inlandes mit dem Auslande.

Die Fälligkeit der Posten der Zahlungsbilanz spielt eine grosse Rolle, denn daraus ergeben sich «zwei verschiedene Auffassungen der Zahlungsbilanz»: «Die Zahlungsbilanz im weiteren Sinne» zerfällt in eine «Forderungsbilanz» und in eine «Kassabilanz». Die letztere besteht aus dem sich «täglich vollziehenden Zahlungsausgleich», der dem Kassaverkehr einer Bank gleicht. Diese Kassabilanz ist, wie bereits erwähnt wurde, eine Bilanz der «Zahlungen», die zwischen Inland und Ausland stattfinden. Nicht alle Schuld- und Forderungsverhältnisse werden aber ausgeglichen, d. h. nicht alle sind jeweils fällig; diejenigen also, die nicht fällig sind, verbleiben weiter in der Zahlungsbilanz, sie bleiben in der «Forderungsbilanz», die den «Rest des Kontokorrentsaldos» darstellt. Wir wollen von der Zahlungsbilanz in weiterem Sinne absehen und nur die Forderungsbilanz und die Kassabilanz betrachten. Wie ist nun die Forderungsbilanz Schärs zu beurteilen? Sie enthält ebenfalls Schuld- und Forderungsverhältnisse gegenüber dem Auslande, die aber für Schär darum von weniger Bedeutung erscheinen, weil sie sich nicht ziffernmässig erfassen lassen. Von seinem Standpunkte aus ist diese Vernachlässigung begreiflich, denn sein Ziel — der Rückschluss von den Wechselkursen auf die Forderungs- und Schuldverhältnisse, ist nur dann erreichbar, wenn diese Verhältnisse aus ihrer Unausgeglichenheit austreten und zu Zahlungen führen, d. h. wenn sie sich in Zahlungsmittel, bei ihm in Wechsel, umwandeln. Für uns ist es aber interessant festzustellen, dass diese ganze Einteilung in eine Zahlungsbilanz im weiteren Sinne, Forderungs- und Kassabilanz, für Schär selbst gar keine Notwendigkeit ist und auch keinen Wert besitzt. Es wäre gut denkbar, dass er aus der Zahlungsbilanz im weiteren Sinne die fälligen Posten ausscheiden würde in die Kassabilanz, der Rest wären eben die nichtfälligen Posten der Zahlungsbilanz; warum dieser Teil der Zahlungsbilanz als eine Forderungsbilanz bezeichnet werden soll, ist nicht einleuchtend.

---

[4]) Vergl. was wir darüber in § 1 S. 14/15 gesagt haben.

Wie stellt sich nun das Verhältnis der Forderungsbilanz zur Zahlungsbilanz bei Schär? Es sind «zwei verschiedene Dinge», denn «die Schulden können gestundet, die fälligen Verbindlichkeiten können prolongiert werden, ja es kann der Gläubiger dem Schuldner noch mehr Kapital zur Verfügung stellen, den Kredit erhöhen, so dass der Gläubiger zahlungspflichtig wird, der wirkliche Zahlungsverkehr somit das entgegengesetzte Bild der Schuld- und Forderungsverhältnisse darbietet.» Dieser Satz ist ein wertvoller Beitrag zur Klärung des Problems. Wir haben diese Trennung stets als unbedingt notwendig erachtet und schliessen uns den diesbezüglichen Ausführungen Schärs an. Eine grosse Einschränkung ist aber dabei notwendig. Wir dürfen nicht vergessen, dass unsere Zahlungsbilanz bei weitem nicht mit dem Begriffe der Zahlungsbilanz bei Schär (= Kassabilanz = Bilanz der Zahlungen) zusammenfällt. Von dieser grundlegenden Unterscheidung wird später noch die Rede sein. Dass die Forderungsbilanz eine entgegengesetzte Richtung als die Zahlungsbilanz aufweisen kann, ist eine Tatsache, die besonders im Falle der Aufnahme einer Anleihe krass zum Vorschein kommt. Dieser Satz gilt sowohl für die Zahlungsbilanz als Bilanz des Zahlungsmittelmarktes, als auch für die Schärsche Bilanz der Zahlungen.[5] Schär nimmt aber eine Einschränkung vor, die eine Beurteilung der Forderungsbilanz auf Grund seiner Bilanz der Zahlungen zulassen soll. Er führt nämlich aus, dass «Schulden bezahlt werden müssen und sich nicht dauernd vermehren lassen; ist daher ein Land in seiner Forderungsbilanz dauernd, bezw. ein oder mehrere Jahre passiv, so ist selbstverständlich, dass seine Zahlungsbilanz nicht dauernd aktiv bleiben kann, sondern notwendigerweise auch passiv werden muss. Für längere Zeiträume ist daher eine Uebereinstimmung in den beiden Teilen der Zahlungsbilanz eine zwingende; insoweit können wir tatsächlich aus der Zahlungsbilanz im engeren Sinne auch auf die Forderungsbilanz schliessen.» (a. a. O. S. 32). Diese Ansicht hat wirklich viel für sich: Da die Zahlungsbilanz nur die jeweilig auf dem Markt erscheinenden, aus der Forderungsbilanz herausgewachsenen Zahlungsmittel umfasst, so ist es möglich und praktisch nachweisbar, dass sie am einzelnen Tage umgekehrt ausschlägt wie die Forderungsbilanz. Welche Wirkung muss das auf die Zahlungsmittelpreise haben? Sind z. B. bei ungünstiger Forderungsbilanz, also Ueberwiegen der Schulden, zufällig mehr Zahlungsmittel im Markte als verlangt wurden, so kann das nicht ein völliges Umschlagen der Wechselpreise bewirken. Natürlich neigen diese in solchem Falle

[5]) Vergl. Schär a. a. O. S. 26.

nach unten, würden aber die mit der Kursfestsetzung beauftragten Makler den Kurs sehr erheblich verändern, so müsste dadurch ein so weiter Kreis neuer Käufer herangezogen werden, dass die Preisminderung wieder verloren ginge. Wiederholt sich die Ungleichartigkeit zwischen Zahlungs- und Forderungsbilanz Tage und Monate hintereinander, dann wird die Zahlungsbilanz grösseren Einfluss auf den Preis gewinnen. Dieser Preis kann aber, vorausgesetzt, dass der Charakter der Forderungsbilanz genügend deutlich erkennbar ist, nie weiter gehen, als die Dringlichkeit der Zahlungsmittelbedürfnisse die Masse der Marktteilnehmer mitzugehen zwingt. Weiss der Zahlungspflichtige, dass, trotz zeitweilig ungünstiger Zahlungsbilanz und ungünstiger Wechselkurse, die Forderungsbilanz im ganzen günstig ist, so wird er versuchen, seine Zahlungen hinauszuschieben, bis der Kurs sich ändert. Umgekehrt müsste eine zeitweilig günstige Zahlungsbilanz bei allgemein ungünstiger Forderungsbilanz mit billigen Wechselkursen sehr schnell eine grössere Zahl von Wechselkäufern heranziehen, die sich vorzeitig decken. Die hier angeführte Ansicht Schmidts[6]) spricht dasselbe aus, was etwas kürzer und ohne tiefere Begründung Schär folgendermassen darlegt: «Eine dauernde passive Zahlungsbilanz ist die notwendige Folge einer passiven Forderungsbilanz, während für eine gewisse Zeit andauernde aktive Zahlungsbilanz auf einen Ueberschuss der Forderungen an das Ausland schliessen lässt. So haben wir ein Mittel, die Forderungsbilanz zu beurteilen, und das ist die Feststellung der Zahlungsbilanz für längere Zeiträume.» Diese Feststellung geschieht durch das Ablesen der Wechselkurse. Da die Wechselkurse schliesslich und endlich in ihrer Bewegung doch die dauernde Forderungsbilanz eher spiegeln werden, als die momentane Zahlungsbilanz, so ist der Versuch Schärs vollkommen gerechtfertigt. Wir müssen aber teilweise das wiederholen, was wir schon früher über den Zusammenhang zwischen Zahlungs- und Forderungsbilanz gesagt haben. Der Schmidtsche Standpunkt, der der psychischen Einstellung der einzelnen Individuen eine grosse Rolle zuschreibt, erscheint uns etwas zu weitgehend. Nach ihm muss «Aussicht» vorhanden sein, dass die Sachlage sich ändern wird, damit der Betreffende mit Käufen oder Verkäufen sich beeilt oder zurückhält. Die zukünftige Zahlungsbilanz muss soweit erkennbar sein «um daraus Schlüsse auf den zukünftigen Umfang der auf den Markt gelangenden Zahlungsmittel zu ziehen.»[7]) Woher soll aber der Zahlungspflich-

[6]) Schmidt, a. a. O. S. 82/83.
[7]) Schmidt, a. a. O. S. 80.

tige wissen, dass trotz der zeitweilig ungünstigen Zahlungsbilanz die Forderungsbilanz «im ganzen» günstig ist oder umgekehrt? Das hiesse schon dem Einzelnen einen solchen Einblick in diese Zusammenstellung zuzuschreiben, wie ihn einzelne Personen niemals haben können. Was weiter den Zusammenhang zwischen Zahlungs- und Forderungsbilanz anbetrifft, so muss alles das eingewendet werden, was wir früher darüber gesagt haben.[8]) Schulden müssen zwar unbedingt schliesslich bezahlt werden, es kommt aber vor, dass die Zeiträume, während welcher Schulden gestundet oder ganz einfach nicht gezahlt werden, ins Ungemessene wachsen. Ausserdem kommt noch ein gewichtiges Argument gegen Schär in Betracht. Das ist die Tatsache, dass er nur ein Mittel sucht, welches ihm seine «Kassabilanz» charakterisieren soll, also nur die tatsächlichen Zahlungen. Ohne jetzt auf das Nähere über den Zusammenhang zwischen einer solchen Kassabilanz und den Wechselkursen einzugehen, sei nur darauf hingewiesen, dass, wenn auch im Wechselkurse diese Bilanz der Zahlungen sich erkennen liesse, dies den geringsten Wert für uns hätte. Denn aus der Gestaltung dieser Bilanz kann man noch keineswegs Schlüsse auf die Gestaltung der Finanz- und Wirtschaftslage des Landes ziehen. Es wird ja nur der Saldo der täglichen Zahlung bestimmt. Wenn wir sogar feststellen, dass ein Land von allen andern mehr Zahlungen empfängt als es leistet, so kann dieser Zahlungsüberschuss die verschiedenste Bedeutung haben, denn nicht die Zahlungen allein charakterisieren den Kapitalmarkt oder die Finanzlage. Oft sind sie ja nur die Folgen der Wirkung anderer Geldmarktfaktoren[9]), so des Zinsfusses, der Warenpreise, Arbeitslöhne, Konjunktur etc.

Die Behauptung Schärs, durch ein zur Beurteilung der Zahlungsbilanz geeignetes Mittel auch die Forderungsbilanz beurteilen zu können, führt uns zum zweiten Teil unserer Betrachtung: Zum Wechselkursproblem. Der Gedankengang Schärs ist die uns bekannte Reihenfolge der Zahlungsbilanztheoretiker: «Das wichtigste internationale Zahlungsmittel ist der Wechsel: der Preis desselben unterliegt der Nachfrage und dem Angebot; Passivität in der Zahlungsbilanz eines Landes kommt in vermehrter Nachfrage nach Wechseln zum Ausdruck und bewirkt ein Steigen des Wechselkurses; Aktivität in der Zahlungsbilanz hat ein vermehrtes Angebot von Wechseln zur Folge und bewirkt das Fallen der Wechselkurse. Der Masstab der Zahlungsbilanz liegt in den Wechselkursen.» (a. a. O. S. 40). Bevor wir zur Beurtei-

[8]) Vergl. § 3.
[9]) Vergl. hierüber Meyer, a. a. O. S. 11 ff.

lung dieses Satzes übergehen, müssen wir wiederum darauf hinweisen, dass es sich bei Schär immer nur um die Kassabilanz handelt. Die fälligen Forderungen bezw. Schulden treten aus der Forderungsbilanz heraus und werden von der Zahlungsbilanz aufgenommen. Jetzt erfolgen Zahlungen, wodurch Schulden getilgt und Forderungen befriedigt werden, es tritt eine Vernichtung der bez. Verhältnisse ein. Der logische und einfache Schluss daraus ist der, dass die Bilanz der Zahlungen immer ausgeglichen sein muss. Bei ihr gibt es keinen Saldo der Schulden und Forderungen im täglichen Verkehr, denn diejenigen Schulden und Forderungen, die wirklich in Zahlungen ihre Befriedigung finden, verschwinden vollständig aus der Forderungsbilanz. Die «Umsatzzahlungsbilanz» eines jeden Landes wird täglich ausgeglichen, d. h. Kauf und Verkauf von Zahlungsmitteln müssen es sein, weil jedem Kaufe ein Verkauf gegenübersteht. Diese einzige Ueberlegung würde genügen, um das ganze Schärsche System umzustossen. Allerdings ist es die Folge von der eigentümlichen Auffassung der Zahlungsbilanz durch Schär, die bei ihm eben eine durch Zahlungen ausgeglichene Umsatzbilanz ist, denn zahlen heisst Schulden durch gleichgrosse Guthaben kompensieren; demnach kann auch die Umsatzbilanz nie einen Saldo aufweisen. Es ist daher im höchsten Masse unlogisch, wenn Schär von einem Saldo, einem Ueberschuss seiner Zahlungsbilanz spricht. (a. a. O. S. 77). Alle seine diesbezüglichen Behauptungen konnte man nur auf eine Zahlungsbilanz anwenden, die eine «Bestandbilanz» ist, d. h. eine solche, die in sich alle fälligen oder fällig gemachten Forderungen und Schulden der Forderungsbilanz aufnimmt und sie in Zahlungsmittel umwandelt.

Die oben angeführte Schlussreihe Schärs ist die uns schon bekannte These der Wechselkurstheorie. Um hier das nicht zu wiederholen, was wir schon oftmals darüber ausgeführt haben[10]), beschränken wir uns auf die Hauptpunkte. Zunächst ist festzustellen, dass die erwähnten Zusammenhänge zwischen Zahlungsbilanz und Wechselkursen nur bei Ländern mit Goldwährung bestehen, wie auch Schär selbst zugibt. Ausserdem findet die Schärsche Methode nur darum auf die Goldwährungsländer Anwendung, weil sie alle Kurse auf eine internationale Geldeinheit reduziert.

Wir haben oben dargelegt, dass von der Zahlungsbilanz noch kein Rückschluss auf die Forderungsbilanz möglich ist. Wenn also der Wechselkurs auch ein Gradmesser der Zahlungsbilanz ist, so ist er noch lange nicht ein solcher der Forderungsbilanz.

[10]) Vgl. §§ 3 und 6.

Es bleibt uns jetzt noch nachzuweisen, dass auch die Zahlungsbilanz aus den Wechselkursen nicht exakt beurteilt werden kann. Zunächst müssen wir eine Fiktion in unsere Betrachtungen einführen, nämlich die Schärsche Zahlungsbilanz als eine Bestandsbilanz betrachten, denn nur auf diese Weise lässt sich deren Wirkung auf den Wechselkurs überhaupt erklären. Dies wird uns umso leichter fallen, als Schär oft eine Ausdrucksweise gebraucht, die uns sehr zustatten kommt. Das bezieht sich insbesondere auf das Verhältnis zwischen der Forderungs- und Zahlungsbilanz. Wir lesen z. B.: «Hinter den täglich zum Ausgleich kommenden Zahlungen befindet sich gleichsam ein Reservoir, aus welchem der Bedarf für den täglichen Zahlungsausgleich gespeist wird; dieses Reservoir umfasst Forderungen und Schulden auf Zeit, nach unserer Terminologie die Forderungsbilanz: diese hinter den täglichen fälligen Zahlungssummen liegenden Forderungen und Schulden auf Zeit warten den günstigen Moment des Ausgleichs ab, können zu diesem Zwecke durch Prolongation gestaut, durch Diskontierung antizipando zum Tagesausgleich flüssig gemacht werden; oder es können durch das Mittel der internationalen Kreditverkettung, wie durch die zwischen den Banken organisierten Metaverbindungen, künstliche Zahlungsmittel in aktiver und passiver Richtung geschaffen werden, um den täglichen Wechselmarkt zu regulieren.» (a. a. O. S. 44) Diesen ganzen Satz können wir akzeptieren, wenn wir statt der Kassabilanz unsere Zahlungsbilanz, d. h. eine Bestandsbilanz aller fälligen Forderungen und Schulden, deren Ueberschüsse die Preise der Wechsel beeinflussen, darunter verstehen. Die Kardinalfrage, die sich dabei ergibt ist die, ob ein exakter Nachweis der Wirkung des Verhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage überhaupt möglich ist. Ganz unmöglich ist die Beantwortung der Frage, wieviel Prozent Kurserhöhung aus einem 10%igen Ueberwiegen der Nachfrage resultiert. Daher ist auch der umgekehrte Schluss: Da so und so viel Prozent Kurserhöhung stattgefunden hat, hat sich infolgedessen die Nachfrage um so und so viel Prozent erhöht, ganz unzulässig. Und umsomehr derjenige Schluss, dass eine z. B. 10%ige Kurserhöhung einer gleich starken Erhöhung der Nachfrage entspricht. Und das ist doch der Kern der Schärschen Theorie. Wir werden später sehen, dass er eine Abweichung des berechneten arithmetischen Durchschnittskurses auf einige fremde Plätze von der Parität feststellt und daraus unmittelbar schliesst, dass in demselben Masse sich die Zahlungsbilanz verändert, d. h. sich um dieselbe Punktzahl von der neutralen Lage entfernt hat. Diese Tatsache ist zwar nicht ohne weiteres aus den Ausführungen Schärs ersichtlich, ergibt sich aber aus folgender

Ueberlegung: Die Wechselkurse sind ein Gradmesser für die Zahlungsbilanz nur innerhalb der Goldpunkte, denn überschreiten sie diese, so tritt die Edelmetallbewegung ein. Die Spannung der Goldpunkte ist aber sehr klein, von Schär mit 1% angegeben. Nur in diesen Grenzen also kann nach Schär eine Zahlungsbilanz passiv oder aktiv sein, d. h. es kann nur eine halbprozentige Abweichung der Zahlungsbilanz von dem neutralen Zustand aus den Wechselkursen abgelesen werden. Wäre nun die Grösse dieser Abweichung gleichgültig, so wären auch alle feinen Berechnungen von Schär unnötig. Man könnte ja einfach die Wechselkurse aus den Devisennotierungen abschätzen und sich daraus ein ungefähres Bild von der Zahlungsbilanz machen. Die ganze Methode Schärs bezweckt eben eine «feine Skala» der Berechnung, wie er selbst sagt. Dies kann nur den Zweck haben, eine ebenso feine Abweichung der Zahlungsbilanz innerhalb des halbprozentigen Raumes festzuhalten. Den besten Beweis für die Wichtigkeit dieser Behauptung liefert Schär selbst, wenn er von der Passivität resp. Aktivität der Zahlungsbilanz um «so und so viel Punkte» spricht. Diese Punkte sind aber nichts anderes als die durch 10,000 multiplizierten Abweichungen des Durchschnittskurses der Devisenkurse von der Parität.[11])

Die Tatsache, dass wir es hier mit Devisen zu tun haben, darf uns aber nicht vergessen lassen, dass sich die Vorgänge genau so abspielen, wie auf jedem andern Markte. Und es ist niemandem eine mathematische Berechnung des Einflusses der Veränderungen des Angebotes und der Nachfrage auf die Preisverschiebung gelungen. Zwar gehen durch das Medium des Zahlungsmittelmarktes alle Einwirkungen auf die Wechselkurse hindurch, aber wie sich die Stärke dieser Einwirkungen auswirkt, ist eine nicht zu beantwortende Frage.

Wir haben bisher noch einen Faktor ausser Acht gelassen, den Schär zur Beurteilung der Zahlungsbilanz neben den Wechselkursen zuzieht: Den Diskont. Der Diskont bildet nach Schär ein «wesentliches Moment zur Beurteilung der Aktivität oder Passivität der Zahlungsbilanz». Wenn das Land mehr Schulden zu zahlen hat, als es Forderungen besitzt, also eine passive «Zah-

---

[11]) Vergl. z. B. a. a. O. S. 47: Das Mittel der deutschen Kurse auf England und Frankreich beträgt 10 003; daraus folgert Schär: «Da haben wir als Bild der deutschen Zahlungsbilanz, soweit diese beiden Länder in Betracht kommen 10 003, d. h. sie steht um 3 Punkte in der Passivität». Desgleichen auf S. 48: «Zahlungsbilanz zwischen den drei Ländern: Berlin = 2½ Punkte passiv, Paris = 22½ Punkte aktiv, London = 32½ Punkte passiv»; auch S. 57 etc., etc.

lungsbilanz» besitzt, so wird es einen höheren Preis für kurzfristige Leihkapitalien bewilligen, denn diese Kapitalien können den Saldo der Zahlungsbilanz ausgleichen, wenigstens vorübergehend. Diese kurzfristigen Kapitalbewegungen, die den zweiten Teil der Schärschen Bilanz bilden, decken die Defizite der andern zwei Teile. In diesem Teil spiegelt sich also die Gesamtaktivität oder Passivität der Zahlungsbilanz wieder. Die Diskonthöhe ermöglicht uns, die Bewegung dieser Kapitalien zu beurteilen, sie ist daher im Vergleich zu deren Höhe in übrigen Ländern «ein Masstab und Gradmesser für die Zahlungsbilanz» (a. a. O. S. 27.) Doch ist der Diskont nicht ein «sicherer Masstab», denn erstens «hat gerade der Diskontsatz den Zweck, ausländische Kapitalien in die Nationalwirtschaft hereinzuziehen; es ist daher möglich, dass durch diesen hohen Diskontsatz die Passivität in der Zahlungsbilanz beseitigt wird». Der Diskontsatz ist also nach Schär nicht das Primäre, sondern das Sekundäre, wir möchten sagen das Korrelat der Zahlungsbilanz. Zweitens ist der Diskont von vielen Faktoren abhängig und stark von den inneren Wirtschaftsverhältnissen beeinflusst. «Der Zusammenhang von Zahlungsbilanz, Wechselkursen und Diskont ist also folgender: Aktivität und Passivität der Zahlungsbilanz kommen im Fallen und Steigen des Wechselkurses zum sichtbaren Ausdruck: steigende Wechselkurse nötigen zur Erhöhung des Diskontsatzes, um das Abfliessen von Gold ins Ausland so weit als möglich zu verhüten und ausländisches Kapital anzuziehn; niedrige Wechselkurse dagegen sind mit anderen Faktoren ein Grund zur Herabsetzung des Diskonts.» (a. a. O. S. 41). «Der Masstab für die Zahlungsbilanz liegt nicht im Diskont, sondern in den Wechselkursen.» Zur Beurteilung der Zahlungsbilanz müssen nach Schär die beiden Faktoren Wechselkurs und Diskont kombiniert werden. Die Einflüsse beider können sich summieren oder sie können in entgegengesetzter Richtung wirken.

Diesen Ausführungen wird man im allgemeinen zustimmen müssen. Allerdings gestalten sich so die Verhältnisse nur bei Ländern mit internationaler Währung (was bei Schär der Fall ist) und auch nur dann, wenn der Markt von Einwirkungen psychologischer Natur frei ist, also so lange nicht Kriegs- oder Krisenfurcht den Abschluss von Zinsgeschäften hindern.

Wie beeinflussen aber die Zinsgeschäfte den Wechselkurs? Nach unsern früheren Ausführungen geschieht dies im Wege der Forderungs- und der Zahlungsbilanz. Die Einbeziehung des Diskontsatzes in die Beurteilung der Zahlungsbilanz bei Schär bedeutet also keineswegs die Aufstellung eines Faktors, der neben

der Zahlungsbilanz steht und gleichsam auf die Wechselkurse wirkt.

Wie schon ausgeführt, besitzt für uns die ganze «Barometereigenschaft» der Wechselkurse bez. der Bilanz der Zahlungen gar keinen Wert. Es wäre eigentlich also ganz überflüssig, noch auf die Methode einzugehen, mittels welcher diese Eigenschaft aus den konkreten Zahlen bewiesen werden soll. Für uns hat die «Zahlungsbilanz» Schärs gar keinen Saldo und infolgedessen kann auch der Wechselkurs einen solchen nicht anzeigen. Wir müssen daher auch weiterhin die Fiktion beibehalten, nach welcher es sich um eine Bestandsbilanz oder um die Forderungsbilanz handelt.

Aus eben erwähnten Gründen beschränken wir uns auf eine kurze kritische Betrachtung, die nur der Vollständigkeit halber hier Platz findet.[12])

Zur Berechnung der Zahlungsbilanz zwischen Goldwährungsländern werden alle Kurse zu solchen für sofortige Auszahlung reduziert, durch Abzug von Diskont- und Bankgewinn werden reine Sichtkurse aufgestellt. Damit die Zahlungsbilanz des Inlandes gegenüber dem gesamten Auslande aus den Wechselkursen ersichtlich ist, muss man die Gesamtheit der Wechselkurse berücksichtigen. Das geschieht dadurch, dass ein Durchschnitt der Wechselkurse auf alle Plätze des Auslandes, mit welchen das Land regelmässig einen Zahlungsverkehr unterhält, berechnet wird. Angesichts der verschiedenen Währungen und Münzeinheiten muss ein Masstab zur Vergleichung der internationalen Münzeinheiten gefunden werden. Dieser Masstab ist eine Gewichtseinheit Feingold, da sämtliche in Betracht kommenden Länder ihr Geldsystem auf die Goldbasis gestellt haben. Als eine empfindliche Basis werden 10,000 Goldeinheiten gewählt, mit welcher die Abweichungen der Kurse von der Münzparität multipliziert werden. Steht der Wechselkurs von Berlin auf Paris für acht Tage auf 81.14 Mk., so ergibt sich zunächst der Sichtkurs durch Zuschlag des Zinses für acht Tage à 3% = 5 Pfg. Der Scheckkurs beträgt also 81.20; für 100 sofort zahlbare Francs in Paris zahlt man in Berlin 81.20, also 20 Punkte mehr als die Goldparität. Der Zuschlag beträgt 20 Pfg. auf 81 Mk. = 0,00245; für 10,000 Goldeinheiten in französischen Münzen zahlt man also 10,025 gleiche Einheiten in deutschen Münzen, d. h. der französische Kurs steht in Berlin 25 Punkte über Paris. In Paris

[12]) Wir stützen uns in folgendem in der Hauptsache auf die Ausführungen von Meyer, a. a. O. S. 15 ff. und Gruntzel «Handels-, Zahlungs- und Wirtschaftsbilanz», S. 44/45.

wird infolge der Arbitrage das Verhältnis entgegengesetzt sein. dort wird man für 10,000 deutsche Goldeinheiten nur 9,975 gleichartige französische Goldeinheiten hergeben müssen. Auf diese Weise werden alle Kurse eines Tages auf die massgebenden Länder berechnet. Zieht man nun aus allen auf diese Weise berechneten Zahlen einen Durchschnitt, so ergibt sich die Abweichung der inländischen Valuta vom Parisstande (= 10,000) gegenüber dem Auslande. Die Zahlungsbilanz wird um ebenso viele Punkte von der neutralen Lage abweichen.

Wir werden kurz die hauptsächlichsten Einwendungen gegen diese Methode vorbringen.

1. Der Durchschnittskurs wird berechnet als arithmetisches Mittel der verschiedenen Wechselkursnotierungen des gleichen Tages. Dabei hat der Wechselkurs, wie jeder Preis, die Bedeutung des Marktes, welchem er entstammt. Die Ziffern sind also nicht gleichwertig, denn die Quantitäten werden nicht berücksichtigt. Der Preis kann nur dann beurteilt werden, wenn nicht nur Angebot und Nachfrage, sondern auch die vorhandenen Mengen in Betracht gezogen werden. Die Durchschnittsberechnung muss auf Grund gleichwertiger Kurse erfolgen, dazu ist aber die Kenntnis der Mengen, welche den Kurs bestimmt haben, notwendig. Da es aber unmöglich ist festzustellen, wieviele Verkäufe bezw. Käufe zu einer Veränderung des Wechselkurses notwendig sind, so sind auch gleichwertige Kurse nicht bestimmbar.

2. Nicht alle Wechselkurse besitzen für das Inland die gleiche Bedeutung, so ist beispielsweise die Devise London für die Schweiz wichtiger, als Deutschland. Bei Schär beeinflusst jede Devise die Berechnung in gleichem Masse, ohne Rücksicht auf ihre Bedeutung für das Inland. Auch besitzen die einzelnen Devisen im Zahlungsverkehr verschiedene Wichtigkeiten. Mit Devise London werden in der Regel die grössten Zahlungen, nicht nur an England, sondern auch sonst getätigt. Auch die Quantitäten der Umsätze der einzelnen Ausweistage sind nicht gleich. Auch bei Ländern mit gleicher Valuta (Lateinische Münzunion) ist deren Bedeutung für ein drittes Land ungleich (Frankreich und Schweiz für Deutschland). Die Arbitrage kann hier nicht alle Unterschiede in den Notierungen der Francsdevisen ausgleichen, wegen der «bestehenden tatsächlichen Geldbeziehungen der Frankenvalutaländer untereinander.»[13])

---

[13]) Heymann im «Berliner Tageblatt» vom 1. Juli 1908. Diese Aeusserung ist höchstwahrscheinlich auf die Kalkmannschen Ausführungen zurückzuführen. Die letztere hat die Behauptung aufgestellt, dass die Wechselkurse in der Schweiz die Goldpunkte überschreiten können wegen der eigentümlichen geldpolitischen Be-

3. Die Fortpflanzung der Kursschwankungen im Wege der Wechselarbitrage tritt nicht immer im Sinne einer völligen Kursausgleichung ein: Es erhöhen sich durch die Kosten der indirekten Arbitrage und die verbleibenden Arbitragegewinne die Kursspannungen bis auf 1%. Bei anormalen Zuständen kann eine Arbitrage überhaupt nicht stattfinden.

4. Die Berücksichtigung der Quantitäten kann nur durch die Multiplikation der festgestellten Indexziffern mit einem Wichtigkeitskoeffizienten[14]) geschehen. Nun ist aber so ein Koeffizient keineswegs etwas so genau bestimmbares und unveränderliches, um in ihm eine verwendbare Korrektur zu finden.

5. Schär berechnet auf Grund der Berliner Kurse die Zahlungsbilanz verschiedener Länder, darunter auch der Schweiz. Für das Jahr 1906 gibt er die Aktivität der schweizerischen Zahlungsbilanz mit 9,984 Punkten an (a. a. O. S. 59 und 67), für das Jahr 1907 mit 9,996 Punkten; in der «Neuen Zürcher Zeitung», die die Schärschen Indexziffern veröffentlichte, findet sich für das Jahr 1910 eine schweizerische Durchschnittszahl von 9,999; in der Schrift von Schär «Umgestaltung der Geld- und Währungsverhältnisse, des zwischenstaatlichen Zahlungsverkehrs und der Wechselkurse durch den Krieg» ist die Zahlungsbilanz der Schweiz für das Jahr 1912 von ihm mit 10,005 Punkten passiv angegeben (S. 27). Der Charakter der schweizerischen Zahlungsbilanz hat sich also nach diesen Berechnungen in der Richtung des Ueberganges von einer Aktivität zu einer Passivität verändert: Von 16 Punkten Aktivität ist sie in eine 5-punktige Passivität übergegangen. Wir besitzen zwar keine fortlaufenden statistischen Berechnungen für alle diese Jahre, es lässt sich aber feststellen, dass die Schärschen Ziffern eine Bewegung aufweisen, die den tatsächlichen Verhältnissen nicht entspricht. Nach Geering befand sich die schweizerische Zahlungsbilanz im Jahre 1899 im Gleichgewicht[15]), desgleichen im Jahre 1906[16]); Zollinger gibt für

---

ziehungen zwischen der Schweiz und Frankreich und dass ausserdem die 'Schweizerkurse auf Goldwährungsländer die Bewegungen des französischen Wechselkurses auf diese Länder ohne Rücksicht auf den Stand der Zahlungsverpflichtungen zwischen der Schweiz und diesen Ländern mitmachen müssen. (Kalkmann, a. a. O. S. 8 ff.)

[14]) Als solcher wurden von Lansburgh die Aussenhandelsziffern vorgeschlagen. («Die Bank» 1908 S. 678).

[15]) Geering-Hotz, a. a. O. 1. Aufl. 1902 S. 133. 'Seine späteren Ausführungen berechtigen zur Annahme, dass sich dabei die Aktivität in dem Nettosaldo der Zinsbeträge ausdrückt. (Vergl. Geering «Die Schweizerische Zahlungsbilanz vor und seit dem

1910 eine Aktivität an, die sich mit 69 Mill. Fr. beziffert, dabei dürfen wir nicht vergessen, dass Zollinger den ganzen Effektenverkehr aus seiner Zahlungsbilanz ausscheidet. Es ist also anzunehmen, dass die Aktivität der Zahlungsbilanz seit 1906 allmählich zugenommen hat, denn die Entwicklung ging in dieser Richtung auch weiter: Vor Ausbruch des Krieges (1912) stellte sich der Aktivsaldo nach Geering[17]) schon auf 150 Mill. Zu annähernd gleichem Resultate gelangt auch Landmann[18]), dessen Schätzung sich zwischen 150 und 165 Millionen bewegt; Geering akzeptiert später diese letztere.[19]) Spätere Untersuchungen haben gezeigt, dass die von Geering und Landmann angenommenen Beträge schweizerischer Kapitalanlage in ausländischen Effekten viel zu gering waren (sie haben sie auf ca. $4^1/_4$ bis $4^1/_2$ Milliarden geschätzt); nach Geering selbst sollten sie sich mindestens auf $5^1/_2$ bis 6 Milliarden belaufen[20]), was einem Zinsertrag von 275 bis 300 Millionen entspricht; auch die Schweizerische Volksbank schätzte diesen Ertrag auf 250 bis 300 Millionen[21]); nach Abzug der Passivzinsen von 60 Millionen, verbleibt ein Reinaktivsaldo von 215—240 Mill.[22]), welcher die Aktivität der schweizerischen Zahlungsbilanz unmittelbar vor Kriegsausbruch repräsentiert. Jedenfalls steht es ausser Zweifel, dass vor dem Kriege die schweizerische Zahlungsbilanz stets an Aktivität gewann, so dass in der Periode von 1906—1912 eher ein Zuwachs als eine Minderung der Aktivität Platz hatte.

Die Schärsche Theorie besitzt in Hulliger einen Anhänger. In seiner Broschüre «La Balance de Payements» setzt er seine Methode der Berechnung der Zahlungsbilanz auseinander, wobei der Grundunterschied seiner Auffassung von derjenigen Schärs in der Bedeutung, die er dem Diskont zuschreibt, besteht. Während bei Schär der Diskont das Sekundäre ist, ist er bei Hulliger das Primäre und bestimmt in erster Linie die Zahlungsbilanz: «La balance de payements de chaque pays est donc indiquée avant tout par le taux de son escompte et subsidiairement par ses

---

Kriege», Zeitschrift für Schweiz. Statistik und Volkswirtschaft 1920 S. 99).

[16]) Geering-Hotz, a. a. O. 3. Aufl. 1908 S. 159.

[17]) Geering-Hotz, a. a. O. 6. Aufl. 1917.

[18]) «Der schweizerische Kapitalexport». Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1916 S. 396.

[19]) Geering-Hotz, a. a. O. 7. Aufl. 1920.

[20]) Geering, a. a. O. S. 99.

[21]) Monatsbericht vom November 1920.

[22]) Vergl. auch Landmann «Schweizerische Kapitalanlage in Wertpapieren und Spardepots». Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft.

changes sur l'étranger.» Durch Kombination von Diskont und Wechselkurs kann man mit Leichtigkeit die Zahlungsbilanz eines Landes bestimmen. Gegen die Ansichten von Hulliger finden alle Einwendungen, die wir gegen Schär vorgebracht haben, Anwendung. Sein Kardinalfehler besteht aber darin, dass er die Zahlungsbilanz zwischen zwei Ländern auf die erwähnte Weise bestimmen will. Wir wissen, dass für die Kursbewegung in einem Lande infolge Austauschbarkeit der Zahlungsmittel nicht die Zahlungsbilanz mit den Einzelländern, sondern nur die Gesamtbilanz, die Summe aller Schulden und Guthaben gegenüber dem gesamten Auslande massgebend ist. Durch Reduzierung der Diskontdifferenzen zwischen zwei Ländern auf 10,000 und durch Addition der gewonnenen Zahlen mit den Schärschen Ziffern will Hulliger direkt die Abweichungen der Zahlungsbilanz eines Landes gegenüber einem andern ziffernmässig für einen beliebigen Zeitraum feststellen. Ueber die Unzulässigkeit eines solchen Vorganges erübrigt sich nach den vorhergegangenen Ausführungen einzugehen.

Die Schärsche Methode wurde noch von Bachmann zur Berechnung der Paritätsabweichungen der Wechselkurse angewendet.[23])

§ 10. Das 20. Jahrhundert bis zum Kriegsausbruch in der schweizerischen Wechselkursforschung.

Dieser Abschnitt in der Geschichte der nationalökonomischen Forschung auf dem Gebiete der Ursachen der Wechselkursschwankungen zeichnet sich, abgesehen von der später zu besprechenden Theorie von Zollinger, durch ein Fehlen jeder neuen Wege und Ideen aus. Es wird im allgemeinen an die bestehenden Theorien angeknüpft und die Linie der Entwicklung zeichnet sich durch eine auffallende Uebereinstimmung mit derjenigen der früher betrachteten Perioden aus. Die Elemente, die das System bilden, bleiben weiterhin dieselben.

Wiederum ist es die Handelsbilanz, seltener allein[1]), öfters in Kombination mit andern Faktoren, so mit der Wirkung des Fremdenverkehrs[2]), mit den Zinsgeschäften und den damit ver-

---

[23]) Schweizerische Blättter für Handel und Industrie, Nr. 3 vom 1. Februar 1910 : «Die Wechselkurse der Schweiz auf das Ausland in den Jahren 1905/09».

[1]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom 5. November 1909.

[2]) Geschäftsbericht der Schweiz. Nationalbank 1910.

bundenen Kapitalverschiebungen[3]) oder mit den Kapitalrückzügen, hauptsächlich seitens Frankreich, wie sie insbesondere in den Jahren 1911 und 1913 stattfanden, wodurch die Schweiz in Mitleidenschaft gezogen wurde.[4]) Der letztere Faktor tritt auch oft auf als der alleinig entscheidende[5]), oder kombiniert mit der Wirkung anderer: der Zinsgeschäfte, des Fremdenverkehrs, der Handelsbilanz[6]). Die kurzfristigen Kreditgeschäfte aus Gründen der Zinsdifferenzenausnützung haben dabei, isoliert betrachtet, selten einen grossen Einfluss.[7]) Oft haben sie nur vorübergehende Wirkungen, da die Gefahr eines plötzlichen Rückzuges immer fortbesteht und eine dauernde Verschuldung dadurch nicht beseitigt wird.[8]) Auch haben hohe Diskontosätze nicht immer die Wirkung der Heranziehung fremden Kapitals, denn solches muss zur gegebenen Zeit disponibel und geneigt zur Auswanderung sein.[9]) Ihre Einflüsse gewinnen aber an Bedeutung, wenn sie durch parallel verlaufende Bewegungen in andern Teilen der Forderungsbilanz gestärkt werden, dabei kommen der Fremdenverkehr[10]) oder die Verschiebung in der Handelsbilanz in Betracht.[11]) Die dauernden (langfristigen) Kreditgeschäfte, wie sie sich in ausländischen Anleihen, Beteiligungen an ausländischen Unternehmungen äussern, haben dagegen schon als einziger Faktor genügend Bedeutung, um eine Aenderung der Wechselkurse hervorzurufen. Die Käufe der schweizerischen Eisenbahnpapiere und der eidgenössischen Renten durch Frankreich spielen dabei eine grosse Rolle.[12]) Merkwürdigerweise wird der Nationalbank

[3]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Januar 1911, Schweizerische Finanzrückschau 1913, hrg. vom Schweizerischen Bankverein, S. 63. Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt Nr. 180 vom 30. Dezember 1909, Nr. 216 vom 27. Dezember 1912.

[4]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom 28. Dezember 1911. Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1911, 1913.

[5]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1903.

[6]) Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank 1912. Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Oktober 1909.

[7]) Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank 1913.

[8]) Effektenkursblatt der schweizerischen Kreditanstalt vom 29. November 1907.

[9]) Schweizerische Blätter für Handel und Industrie vom 1. März 1912.

[10]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom 27. Dezember 1907.

[11]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1912.

[12]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom 31. Januar Kreditanstalt vom 28 Dezember 1903 und 30. März 1908. Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1909.

kein grosser Einfluss auf die währungspolitischen Vorgänge zugeschrieben. Der Jahresbericht der Banknotenkontrolle 1907 glaubte dem Einfluss der Nationalbank die Kompensation der passiven Handelsbilanz der Schweiz zuschreiben zu können. Die Finanzrückschau des Schweizerischen Bankvereins für das Jahr 1913 beglückwünscht die Nationalbank in ihrem erfolgreichen Kampf gegen das Disagio im Jahre 1913, der aber nur durch das Fehlen einer grossen Verschuldung an Frankreich erfolgreich durchgeführt werden konnte. Schliesslich glaubt der Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz im Jahre 1911, dass der Devisenpolitik der Nationalbank zu verdanken sei, dass der Rückzug der französischen Guthaben im Jahre 1911 keine «grössere» Wirkung zeitigte.

Das Gesamtbild wird vervollständigt durch diejenigen Aeusserungen, die auch weiterhin die reine Wechselkurstheorie des einzigen und unmittelbaren Zusammenhanges zwischen der Zahlungsbilanz und den Wechselkursen vertreten.[18])

Aus dieser kurzen Uebersicht ersehen wir ohne weiteres, dass diese Periode nichts Neues auf unserem Gebiete gebracht hat.

§ 11. Die «Wertübertragungsbilanz einer Volkswirtschaft» von Zollinger und sein Standpunkt in der Wechselkursfrage.

Die originellen Ideen von Zollinger, welche eine neuartige Erscheinung in der Literatur bedeuteten, wurden von uns in kurzen Strichen, soweit sie seine Auffassung vom Wesen der internationalen Bilanzen betrafen, schon früher erwähnt.[1]) Wir werden an dieser Stelle nur das in Erinnerung bringen, worauf sie basieren.

Wie die Ueberschrift dieses Paragraphen andeutet, handelt es sich bei Zollinger um eine spezifische Auffassung des internationalen Wertverkehrs, in zweiter Linie interessieren uns seine daraus gezogenen, auf die Wechselkurse bezüglichen Schlüsse.

Wie uns schon bekannt, unterscheidet Zollinger zwischen so-

---

[18]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom 30. Januar 1903, 29. November 1907 und 30. März 1908. Geschäftsbericht der schweizerischen Nationalbank 1910, 1912.

[1]) «Internationale Wertübertragung und Kapitalanlage im Ausland, ihr Einfluss auf Produktion und Konjunktur» in der Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 69. Jahrg. 1913, S. 373 ff. und «Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen. Eine Studie über die Zahlungsbilanz und ausländische Kapitalanlage der Schweiz». Bd. 18 der «Probleme der Weltwirtschaft» herg. von Harms.

zial- oder volkswirtschaftlichem Kapital und Privat- oder subjektivem Kapital. Volkswirtschaftliches Kapital sind nur Güter mit stofflichem Wert, also Waren incl. Edelmetalle und die immateriellen Produktionsgüter. Das subjektive Kapital bildet den Teil des privatwirtschaftlichen Kapitals, der Berechtigungen darstellt; diese haben verschiedene Formen, sie können Buchforderungen, Schecks, Anweisungen, Effekten, Schuldscheine. Kreditbriefe, Versicherungspolicen, Hypotheken etc. sein. Da die Zahlungsbilanz eine Gegenüberstellung von Schulden und Forderungen der inländischen Volkswirtschaft gegenüber dem Auslande ist, so ist zu untersuchen, wodurch diese begründet werden. Auf Grund folgender Ueberlegung kommt er zum Schlusse, dass es nur das Sozialkapital ist, welches in Betracht kommt: denn: Man muss sich stets fragen, ob dieser oder jener Vorgang nur für das einzelne Wirtschaftssubjekt eine Forderung resp. Schuld begründet oder auch für die gesamte Volkswirtschaft. Wird an das Ausland subjektives Kapital z. B. Effekten abgetreten, so wird der Remittent Gläubiger für den Gegenwert. Der Effektenschuldner, der die Effekten ausgegeben hat, wird jetzt Schuldner nicht mehr dem früheren inländischen Besitzer gegenüber, sondern dem Auslandsempfänger der Effekten; im Inlande haben wir also einen Gläubiger und einen Schuldner, Forderungen und Schulden gleichen sich aus. Die Effekten werden aber dem Remittenten vom Auslande bezahlt. Geschieht das z. B. durch Uebergabe von Devisen auf den betr. ausländischen Platz an den inländischen Gläubiger, so hat der letztere jetzt statt Effekten einen Wechsel in der Hand. Um sich bezahlt zu machen, übergibt er die Devise einer inländischen Bank und wandelt dadurch seine ausländische Forderung in eine inländische um. An seiner Stelle besitzt nun die Bank ein Guthaben im Auslande. Sie sendet den Wechsel an ihren auswärtigen Korrespondenten zur Einlösung und hat nun eine Buchforderung. Diese kann sie dazu verwenden, um ausländische Effekten zu erwerben oder vielleicht um einheimische Effekten, die früher einmal ins Ausland abgeflossen sind, zurückzukaufen. Anders ist die Sache dann, wenn die Effekten z. B. gegen Gold verkauft werden. Jetzt kann keine Kompensation der Schuld und der Forderung der heimischen Volkswirtschaft eintreten, weil dann der Goldremittent eine Forderung besitzt, denn er hat die Effekten zu Eigentum erworben, ohne dass er an einen Ausländer in Zukunft Zinsen zu bezahlen hat. Der Verkäufer von Effekten ist allein zinspflichtig, denn er, resp. seine Volkswirtschaft, ist für das erhaltene Gold Schuldner geworden. Dasselbe wäre der Fall, wenn statt Gold irgend ein anderes stoffliches Gut gesandt wäre, z. B. Waren.

In die Zahlungsbilanz gehören nur diejenigen Uebertragungen, die Schuld- und Forderungsverhältnisse für die Volkswirtschaft gründen, daher nur die Uebertragungen von Sozialkapital und alle anderen Vorgänge, die dazu geeignet sind. Das sind Arbeitsleistungen für Rechnung des Auslandes, die einseitigen Wertübertragungen, Vermögenszuwachs aus schon bestehenden Forderungen. Diese Uebertragungen bilden die «internationalen Wertübertragungen». Sie entstehen durch Abtretung von Vermögen, welches durch Kapital, Arbeit und Grund und Boden geschaffen wurde. Der letzte Faktor scheidet als unbeweglich aus, somit können Vermögensteile nur durch Abtretung von Kapital und Arbeit an das Ausland übertragen werden.

Daneben geht eine andere Art von Uebertragungen vor sich. Das ist die «Anlage der entstandenen Forderungen», als «Kapitalanlage» von Zollinger bezeichnet. Jede Kapitalanlage beruht auf Kredit, denn sie tritt dann dazwischen, wenn die Forderung nicht gleich mit der Schuld kompensiert wird. Der gewährte Kredit kleidet sich in verschiedene Formen, deren hauptsächlichste Arten wir unter «Privatkapital» kennen gelernt haben.

Der gesamte Verkehr in Forderungspapieren gehört also zur Kapitalanlage, die auf den aus den Wertübertragungen entstandenen Forderungen beruht. Die Gesamtheit der Kapitalanlagen zeigt uns an, in welchen Formen die Guthaben und Schulden im Auslande b e stehen, dagegen muss uns die Zahlungsbilanz zeigen, wie sie e n t stehen, sie hat daher nur die Wertübertragungen zu enthalten.

Die Theorie Zollingers wurde von verschiedenen Seiten bekämpft. Wir erinnern uns noch an die Argumente von Gruntzel[2]). Ausser ihm versucht noch K u r z[3]) Einwendungen vorzubringen, indem er im oben erwähnten Beispiel des Effektenverkaufes den Fall annimmt, dass die inländische Bank ihr Guthaben dazu verwendet, nicht um Effekten zurückzukaufen, sondern um eine Warenschuld zu bezahlen. Indessen können wir uns auf diesem Wege mit Zollinger nicht auseinandersetzen, denn für ihn bedeutet ja die Verwendung von «Kreditregulierungsmitteln», zu welchen auch Buchguthaben gehören, keine Schuldtilgung, die frühere Warenschuld wird weiter bestehen bleiben. Ein wichtiger Einwand ergibt sich aus der Tatsache, dass Zollinger auch einseitige Wertübertragungen in die Zahlungsbilanz einstellt. Da-

---

[2]) Vergl. oben S. 19.

[3]) «Der Einfluss des Effektenverkehrs auf die Zahlungsbilanz der Schweiz», Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1914, S. 342.

durch wird aber das ganze Prinzip durchbrochen (wir erinnern uns an das Beispiel Gruntzels, wonach inländische Effekten vom Auslande im Erbschaftswege zurückfliessen). Ueberhaupt gehören einseitige Wertübertragungen, wie Erbschaften, Kriegsentschädigungen, Legate nicht in die Zahlungsbilanz Zollingers, da sie ja keine Forderungs- und Schuldverhältnisse für die Volkswirtschaft begründen, was von Zollinger ausdrücklich hervorgehoben wird: «Diese werden ohne Anspruch auf Entgeld an das Ausland geleistet»[4]). Allein wir möchten hier eine andere Seite dieser Theorie berühren, die schon bei Gruntzel angedeutet ist und auf welche besonders Schmidt aufmerksam gemacht hat.[5]) «Eine solche Kompensation (der Schulden und Forderungen) tritt aber selten in derselben Bilanzperiode ein»[6]). Die ganze Theorie Zollingers hat ihre Berechtigung unter der Voraussetzung, dass wir eine Forderungsbilanz aufstellen, die auf die Fälligkeit der Posten keine Rücksicht nimmt. Es ist also diejenige Bilanz, welche wir nach Schmidt als eine «zeitlose» bezeichnen können. Diese Bilanz gliedert sich in einseitige und zweiseitige Wertübertragungen. Das Einteilungsprinzip beruht hier auf dem Zwecke der Uebertragung. Geschieht diese, damit die Werte im Auslande endgültig, ohne Rücksendungspflicht, bleiben, wie es bei Warenverkauf z. B. der Fall ist, dann ist es eine «endgültige einseitige Wertübertragung». Bei den zweiseitigen Wertübertragungen wird die Uebertragung vorgenommen, indem dem Auslande ein Kredit eingeräumt bezw. von ihm beansprucht wird. In der Zukunft muss also diese Uebertragung durch eine gegenteilige getilgt werden. Lassen wir die Zeit ausser Betracht, so ergibt sich in dem zweiten Teil, der Kreditbilanz, überhaupt kein Saldo, alle Forderungen müssen mit allen Schulden kompensiert werden. Dieser letzte Fall ist eben der, den Zollinger im Auge hat. Und von diesem Standpunkte aus hat er auch vollständig recht. In der Wirklichkeit konstruiert man aber die Forderungsbilanz immer für eine mehr oder weniger abgegrenzte Zeitperiode, ja sogar Zollinger selbst definiert seine «Zahlungsbilanz» als «Gegenüberstellung von Forderungen und Schulden, welche im Laufe einer Periode im Verkehr mit dem Auslande entstehen.»[7]) Dabei ist es kaum möglich, dass die einander gegenüberstehenden Schulden und Guthaben im gleichen Zeitpunkte fällig werden, in der Regel ist es das Gegenteil, denn es ist ja die Hauptaufgabe des Kreditgeschäftes, dem Geldnehmer so-

---

[4]) «Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen» S. 4.
[5]) «Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse» S. 4.
[6]) Gruntzel, «Handels-, Zahlungs- und Wirtschaftsbilanz» S. 58.
[7]) a. a. O. S. 8.

fort flüssige Mittel zu verschaffen, die erst nach Ablauf der Kreditperiode zurückzuzahlen sind. Bildet man nun eine Bilanz, die auf die Fälligkeit der Einzelposten Rücksicht nimmt, dann lässt sich der Unterschied zwischen einseitigen und zweiseitigen Wertübertragungen nicht mehr aufrecht erhalten. Der ganze Verkehr in «Kreditregulierungsmitteln», der bei der zeitlosen Forderungsbilanz in der Kreditbilanz keinen Saldo erzeugte, muss jetzt unbedingt in die Forderungsbilanz für die betr. Periode einbezogen werden, denn die zweiseitigen Kreditgeschäfte, insbesondere wenn sie langfristig sind, kommen in der Regel nur einseitig für die Rechnungsperiode in Betracht. Nimmt ein Land eine Anleihe im Auslande auf und sendet es Schuldurkunden gegen Ware (im weitesten Sinne), so ergibt sich in einer Periode ein schnellfälliges Guthaben, dem erst in einem oder mehreren der späteren Jahre Verpflichtungen zur Rückzahlung der Schuld gegenüberstehen. Die unseren Ausführungen zu Grunde gelegte Forderungsbilanz ist eben eine solche für eine bestimmte Periode und von unserem Standpunkte aus ist also die ganze Zollingersche Einteilung in «Kapitalanlage» und «Wertübertragung» bedeutungslos.

Nachdem wir diesen Grundgedanken Zollingers betrachtet haben, gehen wir zu seiner Systematik des internationalen Wirtschaftsverkehrs über. Die Zahlungsbilanz Zollingers haben wir schon in seiner Definition wiedergegeben. Seine Zahlungsbilanz ist eine Forderungsbilanz in unserem Sinne, wobei nur darauf aufmerksam zu machen wäre, dass es sich bei ihm nicht nur um Geldforderungen und Schulden, sondern um alle, auch Realforderungen, handelt. Ueber den Inhalt seiner Zahlungsbilanz erübrigt sich eingehender zu sprechen, da er den üblichen Einteilungen entspricht.

Der Saldo der Zahlungsbilanz Zollingers bedeutet, je nach dem er aktiv oder passiv ist, dass entweder ein Teil des Nationalvermögens in der Höhe des Saldos im Auslande angelegt ist oder vom Auslande im Inlande angelegt wurde und ist dann von dem im Inlande befindlichen Gesamtvermögen abzuziehen. Die Saldofrage ist also für Zollinger lediglich eine Frage des internationalen Kredits. Dabei beeinflusst der Saldo aber nicht in seinem ganzen Umfange das Volksvermögen, er sagt nur, dass man im Inlande zu wenig Kapital für die beabsichtigte Produktion besitzt und man es vom Auslande ausgeliehen hat. Die Hauptfrage ist dann, wer von den beiden, der Kreditgeber oder Kreditnehmer dabei den grösseren Profit macht. Dies kann aber nicht im Voraus entschieden werden, denn es hängt von der Art der Verwendung und dem dabei erzielten Erfolg ab. Diese Auffassung vom Saldo ist eng verknüpft mit der allgemeinen Anschauung Zol-

lingers über Wertübertragungen, da ja die letzteren, wie wir gesehen haben, nur durch Abtretung von Produktionsfaktoren entstehen können. Ohne in weitere Behandlung dieser Anschauungen einzutreten, wenden wir uns noch der Konsequenz zu, die Zollinger daraus zieht. Der internationale Kredit muss nach seiner inländischen Verwendung beurteilt werden. Dies führt uns zur Verknüpfung des internationalen Verkehrs mit der inneren Wirtschaftstätigkeit. Der Vermögenszuwachs bezw. Abgang, der sich aus dem internationalen Verkehr ergibt, d. h. der Saldo der Zahlungsbilanz, muss in die Bilanz der innern Produktion und Konsumtion eingestellt werden, das daraus entstehende Endresultat ergibt den Saldo der «Wirtschaftsbilanz» und zugleich die endgültige Veränderung des Volksvermögens.

Diese Verbindung der äussern Wirtschaftsvorgänge mit den innern ist uns in der schweizerischen Literatur schon begegnet (Geering, Eggenberger). Allerdings ist hier zum ersten Mal die grosse Bedeutung dieser Verbindung mit Nachdruck betont worden und darauf eine Erweiterung des ganzen Bilanzsystems aufgebaut.[8])

Durch die Verbindung der Zahlungsbilanz mit der Wirtschaftsbilanz ist auch für Zollinger der Charakter des Saldos der Zahlungsbilanz nicht massgebend für seine volkswirtschaftliche Bedeutung. Demnach ist es nicht angebracht, von einer «ungünstigen» Zahlungsbilanz zu sprechen, wenn sie einen Passivsaldo aufweist und von einer «günstigen», wenn der Saldo aktiv ist: «Der gegenwärtige Stand der Wirtschaftsstatistik erlaubt nicht, an eine praktische Durchführung der Wirtschaftsbilanz zu denken; es genügt uns daher, den Zusammenhang von Wirtschafts- und Zahlungsbilanz in den Grundzügen zu kennen, und zu wissen, dass die Zahlungsbilanz nur dann etwas aussagt, wenn die einzelnen Faktoren nicht isoliert, sondern als organische Glieder des ganzen Wirtschaftslebens betrachtet werden.» (a. a. O. S. 14)

Um noch die letzte Frage dieses Gedankenkomplexes zu behandeln, sei auf die von Zollinger verworfene Einteilung in Forderungsbilanz und Zahlungsbilanz in engerem Sinne kurz eingegangen. Zu der Ablehnung dieser Teilung kommt er anlässlich der Wechselkurstheorie und deren Kritik zu sprechen. Wir werden diese Frage in dem erwähnten Zusammenhange behandeln. Hier sei nur darauf hingewiesen, dass Zollingers Standpunkt in dieser Frage einigermassen erzwungener ist, da er durch seine Stellung zum Problem der internationalen Wertübertragungen

[8]) Vergl. dazu die Entwicklung der Bilanzidee bei Gruntzel und Niklisch, oben SS. 9, 22 ff und 32.

bedingt ist. Seine diesbezügliche Stellung ist nur eine Konsequenz der Unmöglichkeit die Tatsache zu erklären, dass die Uebertragung von Kreditregulierungsmitteln die Wechselkurse und die Zahlungsbilanz beeinflusst. Aus der These, dass die Zahlungsbilanz nur Wertübertragungen und keine Uebertragung von subjektivem Kapital enthalte, folgte, dass eine gleichzeitige parallel verlaufende Veränderung in den Wechselkursen und in dem Saldo der Zahlungsbilanz gar nicht möglich ist, da ja der Wechselkurs den Preis für ein solches Kreditregulierungsmittel darstellt, welches mit der Zahlungsbilanz in keinem Zusammenhange steht, wobei wir momentan von der später noch zu erwähnenden Verbindung zwischen Kapitalanlage und Wertübertragung absehen. Zollinger musste daher eine Zerlegung der Zahlungsbilanz als eine «unnötige Komplikation» verwerfen, denn sonst drohte dem ganzen System Schiffbruch. Seinen Standpunkt sucht er dadurch zu verteidigen, dass er seine Zahlungsbilanz nur aus fälligen Posten bestehen lässt, oder zum wenigsten aus solchen, über deren Gegenwert, wenn nicht gerade dem Schuldner, so doch Dritten gegenüber sofort verfügt werden kann (a. a. O. S. 29). Daher sei die Ausscheidung einer «Kassabilanz» nicht nötig. Aber abgesehen davon, dass zwischen «Fälligkeit» und «Zahlung» noch kein zwingender Zusammenhang besteht, müssen wir noch einwenden, dass Zollingers Annahme, in seiner Zahlungsbilanz figurieren nur fällige Posten, der Wirklichkeit nicht entspricht. Denn seine Zahlungsbilanz ist ja eigentlich eine Gegenüberstellung der internationalen Wertübertragungen einer Periode und wie sich die daraus resultierenden Guthaben und Schulden in ihrer Fälligkeit stellen, ist anscheinend ganz nebensächlich, wenigstens findet sich bei Zollinger darüber nirgends eine Andeutung.

Eine weitere Begründung Zollingers führt uns bereits zur Besprechung seiner Anschauung in der Wechselkursfrage. Die Trennung «in zwei verschiedene Bilanzen ist» nach ihm «nicht nur überflüssig, sondern, was ihr Verhältnis zum Wechselkurs anbelangt, direkt unlogisch». Das Unlogische ist dabei die Tatsache, dass der Wechselkurs «nicht nur von der Vermehrung des Angebotes und der Nachfrage an einem Tage» abhängt, sondern «auch von den zu erwartenden Veränderungen in der nächsten Zeit». Die Börse diskontiere die zukünftige Stimmung im Vornhinein und die Spekulation treffe ihre Vorkehren schon vorher und werde sich ihres Vorrates nur zu erhöhten Preisen entäussern. Auch die Massnahmen der Notenbanken richten sich nicht nur nach den momentanen, sondern auch nach den zukünftigen Bedürfnissen. Die Richtigkeit des Gesagten wird niemand

bestreiten wollen. M. a. W. heisst es, dass diejenigen Personen, welche solche Zahlungsmittel besitzen, die nicht unbedingt verkauft werden müssen, oder solche, deren Bedarf an Zahlungsmitteln aufschiebbar ist, bei ihrem Auftreten auf dem Zahlungsmittelmarkte auch die zukünftige Gestaltung des Marktes berücksichtigen werden. Der einzelne wird wohl schwerlich über die zukünftige Gestaltung der Forderungs- und Zahlungsbilanz orientiert sein. Es genügt für ihn oft das Vorhandensein einer «Börsenmeinung» um ihn zum Mitgehen zu veranlassen. Der ganze Vorgang spielt sich aber auf dem Zahlungsmittelmarkte ab und hat mit der Forderungsbilanz nichts zu tun. Der letzte Satz bedarf insofern einer Einschränkung, als es sich um Spekulations- und Ausgleichsposten der gleichnamigen Bilanzen handelt, welche auch im Wege der Veränderung der Grundposten der Forderungsbilanz auf den Zahlungsmittelmarkt einwirken können, wobei wir aber nur an die spekulative Transaktionen in Waren, Effekten etc. denken. Zollinger nimmt aber den andern Fall an, dass Angebot und Nachfrage in Wechseln von der zukünftigen Gestaltung des Marktes abhängt und dass danach die Spekulation oder die Ausgleichsstellen ihre Dispositionen treffen. Dieses Vorgehen wirkt aber unmittelbar auf den Zahlungsmittelmarkt, da es eine Spekulation in den Auslandswechseln selbst ist, die manchmal als Ausgleichsposten wirken kann, wenn z. B. ein Bankhaus bei überwiegender Nachfrage Wechsel auf Grund von Auslandskrediten in der Hoffnung sich später billiger eindecken zu können, verkauft. Oefters wird es aber der andere Fall sein, dass diese Spekulationsgeschäfte in entgegengesetzter Richtung wirken, indem nicht nur die Importeure zur Deckung ihrer Schulden teure Wechsel kaufen, sondern auch Spekulanten, die annehmen, dass sie dieselben nach einiger Zeit zu noch höheren Preisen verkaufen können.[9]) Dass dabei die Spekulation ihre Vorräte zu «erhöhten» Preisen veräussern wird, ist erstens gar nicht sicher, da ja ein Steigen der Kurse immer neue Schichten zum Verkaufe heranlockt und so in sich selbst die Tendenz zum Ausgleich birgt; zweitens aber folgt daraus eben nicht, dass dann der «Devisenkurs auch von der zukünftigen Zahlungsbilanz abhängig» wäre, wie es bei Zollinger heisst. Eine Meinung über die zukünftige Zahlungsbilanz, d. h. Forderungsbilanz wirkt nur auf das Fälligmachen der noch nicht fälligen Posten der Forderungsbilanz und auf deren Uebergang in die Zahlungsbilanz oder auf die Prolongation der fälligen Posten und deren Rückzug aus der Zahlungsbilanz in die Forderungsbilanz. Schliesslich kann

[9]) Vergl. Schmidt, a. a. O. S. 200.

diese Meinung entweder neue fällige Posten der Forderungsbilanz schaffen, die dann durch die Zahlungsbilanz auf die Wechselkurse wirken, oder sie wirft direkt Zahlungsmittel auf den Markt, ohne Berührung der Forderungsbilanz. Nur dieser letzte Fall wäre geeignet, für die Behauptung Zollingers zu sprechen. Für uns aber ist es kein Beweis dafür, dass der Wechselkurs nicht nur von einer jetzigen, sondern auch von einer zukünftigen Zahlungsbilanz abhängig ist, sondern lediglich dafür, dass der Wechselkurs nicht nur von der Forderungsbilanz abhängig ist; die momentane Lage des Zahlungsmittelmarktes aber wirkt auf ihn immer unmittelbar.

Für Zollinger handelt es sich in diesem Problem, die Unrichtigkeit der Goschenschen Wechselkurstheorie nachzuweisen. Wir brauchen daher nicht in Details seiner Beweisführung einzugehen, da wir selbst der Ansicht sind, dass von dem Wechselkurs als von einem Barometer der Zahlungsbilanz resp. Forderungsbilanz nicht die Rede sein kann. Seine Einwendungen bewegen sich auf den uns sonst bekannten Geleisen: Nicht alle Schulden werden durch Wechsel reguliert, nicht allen Regulierungen durch Wechsel liegt ein volkswirtschaftliches Schuldverhältnis zugrunde. Die Goschensche Theorie stelle nur eine Bilanz auf, die das Angebot und die Nachfrage nach Wechseln darstelle, d. h. eine «Wechselbilanz». Den Stand einer solchen Bilanz wird allerdings der Wechselkurs anzeigen. Endlich müssen wir den Haupteinwand, der vom Standpunkte Zollingers gegen die Wechselkurstheorie vorzubringen ist, erwähnen. Nämlich, dass der Wechsel ein Kreditregulierungsmittel ist, sich daher nur zur Kapitalanlage und nicht zur Wertübertragung eignet. Da aber die Zahlungsbilanz die Wertübertragungen enthält, so kann auch der Wechselkurs den Stand der Zahlungsbilanz nicht anzeigen. Der Wechsel kann zwar auf Grund verschiedener Tatsachen entstehen, so auf Grund einer Lieferung oder eines Effektenkaufes, er kann auch zur Deckung eines Kaufes von Waren oder Wertpapieren verwendet werden. Aber in allen Fällen dient er nur zur Kompensation, er tritt nur zwischen die Wertübertragungen als Kreditinstrument ein. Es entsteht eine Anzahl von Devisen und der jeweilige Ueberschuss dient dann zur Kapitalanlage.[10]) Daraus ergibt sich wiederum, dass der Wechsel nicht nur von Wertübertragungen, sondern auch von der Kapitalanlage abhängig ist. Folglich wird der

[10]) Das ist übrigens eine Verbindung zwischen Wertübertragungen und Kapitalanlage, die von Zollinger ausführlich in dem früher genannten Artikel «Interationale Wertübertragung und Kapitalanlage etc.» in der Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, behandelt wird.

Wechselkurs durch diese beiden Faktoren beeinflusst. Die Zahlungsbilanz aber enthält nur die Wertübertragungen, daher kann der Wechselkurs kein «Masstab für deren gegenwärtige oder zukünftige Gestaltung» sein.

Die ganze Beweisführung entbehrt nicht eines feinen logischen Aufbaues, ist aber für uns ganz unbrauchbar, da wir uns nicht auf dem Standpunkte befinden, dass die Zahlungsbilanz nur die internationalen Wertübertragungen und nicht auch den Verkehr in Forderungspapieren zusammenfasst. Für die «zeitlose» Forderungsbilanz wären die Zollingerschen Ausführungen in vollem Umfange anwendbar. Welchen Wert würde aber dann diese Forderungsbilanz für uns haben? Wir befassen uns mit der Untersuchung der Einflüsse, die auf den Wechselkurs einwirken. Da die Forderungsbilanz aber mit den Wechselkursen in keinem praktisch feststellbaren Zusammenhang stünde, so hätten wir eine wichtige Quelle für die Untersuchung der Ursachen der Wechselkursschwankungen verloren, nämlich den ganzen Stand der auswärtigen Schuld- und Forderungsverhältnisse. Es bleibt uns eben nichts anderes übrig, wenn wir den mächtigsten Wechselkursfaktoren auf die Spur gehen wollen, als eine Forderungsbilanz zu konstruieren, welche nur eine bestimmte Periode umfasst, und die sich daraus ergebenden unvermeidlichen Fehler mit in Kauf zu nehmen.

Von seinem Standpunkte aus kritisiert Zollinger die Schärsche Theorie und kommt dabei dazu, zu beweisen, dass die Tatsache der hohen deutschen Wechselkurse dem Bestehen einer aktiven Zahlungsbilanz nicht widerspricht, denn «das Angebot von deutschen Wechseln konnte ja im Auslande gleichwohl ein grosses sein» und zwar aus Gründen des relativ hohen Zinsfusses in Deutschland; dadurch bot sich für das Ausland eine günstige Kapitalanlage in Wechseln etc. dar. Nach Zollinger würde die Zahlungsbilanz dadurch nicht im mindesten berührt, denn es sind ja nur Kapitalanlagen und nicht Wertübertragungen. Dasselbe ist der Fall, wenn ein Land seine Guthaben aus dem Auslande plötzlich aus irgend einem Grund zurückzieht. Die Zahlungsbilanz wird dadurch nicht beeinflusst, «so lange es sich nur um eine Veränderung der Anlageform handelte und kein Geld abfloss» (a. a. O. S. 27). Diese Ausführungen leiten uns zu dem Standpunkte Zollingers in der Frage der Bedeutung des Diskonts über. Der hohe Diskontsatz drückt auf die Wechselkurse und umgekehrt — dieser Satz bleibt auch für Zollinger richtig,[11]) nur ge-

[11]) «Die Bilanz etc.» S. 32. «Internationale Wertübertragung etc.» S. 392.

schieht die ganze Wechselkursänderung ohne Verschiebung in der Zahlungsbilanz. Durch Erhöhung des Diskontsatzes bewirkt nämlich das Inland, dass sich das Kapital aus einer Anlageform einer anderen zuwendet: «Das Ausland wird sich hüten, gegen das Inland zu tracsieren, weil ihm sonst der hohe Diskont abgezogen würde. Es wird jedoch sein Guthaben an eine inländische Bank überweisen lassen und dort auf Depositenkonto oder im Kontokorrent anlegen. Ein anderer verkaufte vielleicht Effekten im Inland, um den Erlös ebenfalls auf ein höher rentierendes Bankkonto anzulegen.»[12]) Diese Wirkung ist nach Zollinger irrtümlich als Kapitalzufluss bezeichnet worden, während doch gar keine Kapitalübertragung (im Sinne des Sozialkapitals) stattgefunden habe, sondern nur eine Aenderung in der Form der Kapitalanlage.

Dagegen wäre nur einzuwenden, dass die Forderungsbilanz in diesen Fällen sehr wohl berührt wird, denn eine Ueberweisung von Guthaben schafft eben, nach unserer Anschauung vom Wesen der Forderungsbilanz, neue Posten in der Teilbilanz der kurzfristigen Kreditgeschäfte.

Abgesehen von dieser allerdings grundlegenden Differenz. kommt Zollinger zu demselben Resultat bez. der Beziehung zwischen dem Diskont und den Wechselkursen, die wir auch vertreten, nur spielt sich bei ihm die ganze Bewegung ausserhalb seiner Zahlungsbilanz ab.

Das dritte Element in diesem Vorgang ist dann die Edelmetallbewegung. Konsequenterweise reiht Zollinger diese in das ganze System ein, indem er ausführt, dass bei Ueberschreitung der Goldpunkte durch den Wechselkurs «eine Wertübertragung bezw. ein Kapitalexport billiger geworden sei, als die Beanspruchung eines kurzfristigen Kredites»,[13]) d. h. statt Wechsel wird Gold gesandt. Erst jetzt wird also die Zahlungsbilanz verändert. Innerhalb der Goldpunkte können sich aber die Wechselkurse verändern, ohne dass die Zahlungsbilanz berührt wird.[14])

Zu dieser Anschauung Stellung zu nehmen, ist überflüssig, denn sie ist ausschliesslich auf der Unterscheidung zwischen Kapitalexport und Kapitalanlage aufgebaut, die für uns nicht in Betracht fällt.

Indessen sind die Ausführungen Zollingers betr. die Ursachen der internationalen Wertübertragungen und der Kapitalanlage[15])

---

[12]) «Internationale Wertübertragung etc.» S. 391.
[13]) «Internationale Wertübertragung etc.» S. 392.
[14]) «Die Bilanz etc.» S. 32.
[15]) Vergl. darüber «Internationale Wertübertragung etc.» S. 387 ff.

einer eingehenden Erörterung würdig. Dieses Problem ergibt sich aus dem eben betrachteten Zusammenhange zwischen Diskont und Wechselkurs. «Die internationale Wertübertragung beruht in erster Linie auf der einer Bevölkerung innewohnenden Energie». Daneben kommen die Einflüsse des Geldmarktes — Wechselkurs, Zins und Diskont — erst in zweiter Linie in Betracht. Der wichtigste Faktor ist der Zins für langfristige Anlagen. Er ist nicht nur Ursache, sondern auch Wirkung, da die Unternehmungslust den Zins erhöht. Er ist wichtiger, als der Diskont, da der grösste Teil des Kredits auf ihm beruht. Wie wirkt nun der Zins auf die Wertübertragung? «Er unterstützt die Ausfuhr durch seine Billigkeit und erschwert die Konkurrenz, wenn er hoch ist. Dadurch gewinnt er einen prominenten Einfluss auf den Warenverkehr, also auf den eigentlichen Kapitalexport». Da die meisten Industrieländer eine passive Handelsbilanz haben (die ja für den Sozialkapitalverkehr allein massgebend ist, da sie die stofflichen Güter registriert), so ergibt sich daraus, dass sie Kapital importieren und nicht exportieren. Die Tatsache, dass die Zahlungsbilanz dabei aktiv sein kann, ist durchaus begreiflich, denn ein Teil der Wareneinfuhr wird durch die dem Auslande geleistete Arbeit oder durch Einkünfte auf Grund früherer Krediterteilung vermittelst Wertübertragung kompensiert. Erst ein Plus dieser übrigen Wertübertragungen über die Mehreinfuhr von Waren erlaubt einen Kapitalexport. Die alten Industrieländer können Kapital und Arbeitsleistungen abtreten, da sie mehr produzieren als brauchen.

Neben dem Zins kommen als Faktoren der Wertübertragung der Diskont und der Wechselkurs in Betracht. Ein niedriger Diskont und ein hoher Wechselkurs wirken exportfördernd, sie sind aber «weniger wichtig» als der Zins für langfristige Kapitalanlagen. Dies führt Zollinger zu der Ansicht, dass die Wechselkurse durch den Warenverkehr noch nicht oder nur in sehr beschränktem Masse reguliert werden, weil «nicht allein der Kapitalexport» auf die Devisenkurse wirkt, obwohl theoretisch der ganze Vorgang der Exportförderung durch hohe Kurse und der daraus entstehenden Besserung der Zahlungsbilanz richtig gedacht ist.[16]) Er untersucht weiterhin auch die andern Posten der Zahlungsbilanz und kommt zum Schlusse, dass die «vorzüglich bankmässigen Elemente, nämlich Diskont- und Wechselkurs zwar von grossem Einfluss sind, aber von andern Faktoren übertroffen werden.» Die Veränderungen dieser bankmässigen Elemente üben den grössten Einfluss auf diejenigen Vorgänge aus, die mit dem

[16]) «Die Bilanz etc.» S. 31.

bankmässigen Verkehr zusammenhängen und das sind eben Transaktionen, welche zur Kapitalanlage im Auslande führen. Die Wertübertragung wird dagegen durch sie weniger beeinflusst als durch den Zins; der letztere kommt auch für Kapitalanlagen neben dem Diskont und den Wechselkursen in Betracht. Manche Formen der Kapitalanlage sind nur wenig vom bankmässigen Verkehr abhängig. So die Errichtung von Unternehmungen im Auslande, Anlage in Versicherungspolicen, Kauf von Terrain und Gebäuden im Auslande. Daher tritt hier, wie bei den Wertübertragungen, die Wirkung von Wechselkurs und Diskont zurück, dagegen bleibt der Einfluss auf dieselben gleich.

Wir haben die Wechselbeziehungen zwischen Zahlungsbilanz, Diskont und Wechselkursen, wie sie sich bei Zollinger gestalten, kurz Revue passieren lassen, um zu zeigen, dass das System, welches Zollinger aufgebaut hat, tatsächlich alle uns bekannten Vorgänge unterzubringen vermag und ihre gegenseitige Beeinflussung klar zum Ausdruck bringt. Die einzige Voraussetzung dabei ist nur, dass man sich dieses System ausserhalb einer zeitbegrenzten Betrachtung denkt. Allein, wir müssen noch einen weiteren Verdienst Zollingers anerkennen, nämlich, dass er als erster eine ganze Reihe von Problemen berührte und zum Teil zu lösen versuchte, die wir früher nur ganz flüchtig angedeutet gefunden haben. Dies betrifft z. B. das Problem der Wechselbeziehungen zwischen den Wechselkursen, der Zahlungsbilanz und dem Aussenhandel. Auf diesen Zusammenhang wurde in der schweizerischen Literatur mehrfach hingewiesen, ohne indessen näher darauf einzugehen. So schrieb Geering: «Das Disagio der Währung hat natürlich für den Import der Schweiz die Wirkung der Verteuerung, also eines, wenn auch unbedeutenden Schutzzolles. Und ebenso ist es für die Ausfuhr bei so schlechten Kursen eher leichter Absatz zu finden.»[17]) Kalkmann äusserte sich dazu wie folgt: «Die Senkung des Zinsniveaus hat ohne Zweifel eine stimulierende Wirkung auf die Warenpreise in der Schweiz ausüben müssen und wir wundern uns nicht, wenn wir finden, dass die Handelsbilanz der Schweiz starke Verschlechterung aufwies.»[18]) Bei Landmann[19]) lesen wir folgendes: «Mit dem Sinken der Warenpreise und Effektenkurse, das eine ständige Begleiterscheinung eines längere Zeit andauernden hohen Diskontsatzes ist, hängen zweierlei Erscheinungen zusammen: . . . Bei den gesunkenen Preisen und Kursen ist es für das Ausland rentabel, im Inlande zu kaufen, während gleichzeitig Käufe im Ausland für

[17]) «Neue Zürcher Zeitung» vom 16. März 1897.
[18]) «Untersuchungen über das Geldwesen der Schweiz etc.» S. 39.
[19]) «Prinzipien der Diskontopolitik» S. 84/85.

das Inland unrentabel sind; die Handelsbilanz wird dadurch immer aktiver, die Zahlungsbilanz bessert sich, dies findet seinen Ausdruck in einem immer günstigeren Stande der schon sowieso verbesserten Wechselkurse.» Bei Freimann[20]) stand: «Die Versteifung des Marktes drückt auf die Preise von Waren und Wertschriften, sie bessert die Valuta, indem sie den Export begünstigt, den Import erschwert.» Auch Schär war sich dieser Wirkung bewusst. Er sagte z. B. folgendes:[21]) «Die Passivität der Wechselkurse drückt die Konkurrenzfähigkeit eines Landes», denn der ausländische Importeur bezahlt für je 10,000 Einheiten seiner Warenschuld an das Inland etliche Einheiten weniger, je nach der Passivität der Wechselkurse, er erspart also einige Promille. Der inländische Konkurrent muss dagegen seine Warenschuld an das Ausland mit einigen Punkten Agio bezahlen. Beim Exporteur ist es umgekehrt. «Hieraus folgt, dass die passiven Wechselkurse den Import belasten, dagegen den Export begünstigen.»

Wir haben schon im § 3 ausführlich über die Beziehungen zwischen Forderungs- und Zahlungsbilanz, Wechselkursen und Warenpreisen gesprochen. Wir erinnern uns, dass die Warenpreise nur ein Faktor unter vielen sind, die auf die Wechselkurse wirken; deren Wirkung ist aber erstens für den Aussenhandel von Bedeutung und zweitens ist das Problem in der Inflationszeit besonders aktuell geworden, so dass es angezeigt erscheint, speziell die Warenpreise in ihrer Wirkung auf die Wechselkurse zu erwähnen. Die Warenpreise und die Schulden und Forderungen gegenüber dem Auslande, also die Forderungsbilanz, stehen untereinander und über die Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen in Wechselwirkung. Dabei ist nicht zu vergessen, dass diese beiden Faktoren auch von andern Einflüssen abhängig sind.[22]) Wir sehen also jetzt ab von den Anstössen die die Warenpreise oder die Forderungsbilanz verändern. Sind sie einmal verändert, so ist deren Wirkung auf die Wechselkurse, die Zahlungsbilanz und auf einander verschieden je nachdem, ob wir es mit Goldwährungsländern oder mit solchen einer nationalen Währung zu tun haben. Das, was wir über das Problem in der schweizerischen Literatur bis jetzt angetroffen haben, bezieht sich ohne Zweifel auf die Verhältnisse zwischen Goldwährungsländern. In diesem Falle werden sich die Verhältnisse so gestalten, wie wir sie auf S. 33/34 geschildert haben.

---

[20]) «Handelsstatistik und Wechselkurse» S. 26/27.
[21]) Zahlungsbilanz und Diskont» S. 71 ff.
[22]) Vergl. Schmidt, a. a. O. S. 174 ff.

Das Eigentümliche der Anschauungen Zollingers fliesst aus seiner gesonderten Stellung bez. der internationalen Wertübertragungen. Er muss zwischen Kapitalexport und Kapitalanlage unterscheiden und da die zweite meistens in Forderungspapieren geschieht, so geht sie durch bankmässige Vermittlung vor sich. Das hat beides zur Folge, dass die Kapitalanlage im grossen Masse von denjenigen Faktoren bestimmt wird, welche auf Transaktionen bankmässigen Charakters unmittelbar wirken und die ausserdem die Preise der Forderungspapiere selbst bestimmen; das sind der Diskontsatz und der Wechselkurs. Dabei ist die Wirkung des Zinses für langfristige Anlagen auf dieselbe Stufe mit derjenigen des Diskonts zu stellen, weil ja der Grossteil der Kapitalanlagen in Effekten geschieht für deren Kurs der Zins massgebend ist. Der Kapitalexport dagegen, d. h. die Uebertragung von Sozialkapital, findet seinen Ausdruck in der Zahlungsbilanz, insbesondere aber in der Handelsbilanz, die die Stoffwerte verzeichnet. Hier gewinnt wiederum der Zins die Hauptrolle, denn er ist für die Produktion von vorwiegender Bedeutung und erhält dadurch einen «prominenten» Einfluss auf den Warenverkehr. Erst in zweiter Linie kommen Diskont und Wechselkurs in Betracht, sie können deshalb keinen so grossen Einfluss ausüben, dass die Zahlungsbilanz sich von selbst reguliert.

Betrachten wir diese Ausführungen von unserem Standpunkte aus, also unter Streichung des Unterschiedes zwischen Kapitalexport und Kapitalanlage, so fällt uns in die Augen das Hervorheben der Bedeutung des Zinses für langfristige Anlagen. Er ist für Zollinger in beiden Fällen der wichtigste Faktor, er wirkt auf die Wertübertragungen und auf die Kapitalanlage. Demgegenüber können wir die dadurch befürwortete Trennung des Einflusses des Zinses von demjenigen des Diskonts nicht bestehen lassen. Denn für die Veränderungen der Warenpreise kommt nicht der Preis für langfristige Investitionskredite in Betracht, sondern der Preis für kurze Betriebskredite, in erster Linie also der Diskontsatz. Würde es so sein, wie Zollinger meint, so könnten so schnelle Warenpreisveränderungen niemals stattfinden, dass sich dadurch das Verhältnis zwischen Ein- und Ausfuhr innerhalb einer Zeitperiode beträchtlich ändern konnte. Diese Ueberlegung zeigt uns, dass auch hier nur bei einer «zeitlosen Forderungsbilanz der Zins für langfristige Anlagen seine Wirkung äussern konnte. Warum dem Zins eine grössere Wirkung auf die Kapitalanlage zuzuschreiben wäre, als dem Diskont und dem Wechselkurs, ist für Zollinger nicht ganz klar. Er glaubt, dass sich die Anlage in Effekten und diese ist die wichtigste, nach

ihm richtet.[23]) Die Beeinflussung der Handelsbilanz und der Zahlungsbilanz geschieht eben durch den Diskont und durch die Wechselkurse. Der Diskontsatz, eigentlich die Marktzinsdifferenz zweier Orte, veranlasst Kapitalverschiebungen, dabei ist es eben die «Kapitalanlage», die die Posten der Zahlungsbilanz bildet und dadurch auf den Wechselkurs wirkt. Erst die Aenderung des letzteren bildet eine Ursache für die Veränderungen in der Handelsbilanz, wobei immer an die Einschränkung zu denken ist, die bei Goldwährungsländern eintritt. Das ganze Zollingersche System stürzt in dem Momente ein, wo die «Kapitalanlagen», also z. B. die kurzfristigen Kreditgeschäfte in die Forderungsbilanz aufgenommen werden. Dadurch wird sie und die Zahlungsbilanz in den Kausalnexus einbezogen, während sie bei Zollinger nur dann beeinflusst wird, wenn entweder die Produktionskosten sich infolge Zinsveränderungen verschieben, was sich in Veränderungen der Handelsbilanz ausdrückt, oder indem andere Posten der Zahlungsbilanz beeinflusst werden. Diese letzteren sind aber nach Zollinger von «ganz verschiedenen äussern Einflüssen abhängig». So hängt der Schiffs- und Transitverkehr, z. T. auch der Veredelungsverkehr vom Warenverkehr ab: der Fremdenverkehr von den «gebotenen Attraktionen», Witterung, Geschäftsgang etc. Daraus ersehen wir, dass Zollinger den Kreis der Einflüsse auf die Zahlungsbilanz etwas breiter zieht als wir. Denn wir haben bereits erwähnt, dass die Bewegungen der Wechselkurse hauptsächlich durch die Bildung der Posten der Forderungsbilanz und von einer ganzen Menge von Tatsachen beeinflusst werden, von welchen Tatsachen die Veränderung der Warenpreise z. B. als höchst bedeutsam gesondert betrachtet wird. Die Warenpreise werden aber selbst von einer Reihe von Einflüssen berührt.[24]) Wir betrachten aber diese Einflüsse nur als Anstösse zur Aenderung der Grundposten der Forderungsbilanz. Erst die Einflüsse der veränderten Forderungsbilanz untersuchen wir in ihrer Wirkung auf die Zahlungsbilanz und die Wechselkurse. Dadurch gewinnen wir unmittelbaren Einblick in die Vorgänge des Zahlungsmittelmarktes. Zollinger geht aber direkt von diesen Anstössen aus und verliert dadurch die Möglichkeit der Beurteilung des direkten Zusammenhanges der Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen.

Wir haben bis jetzt eigentlich in der Frage des Zusammenhanges der Zahlungsbilanz mit den Wechselkursen bei Zollinger nur seine kritische Einstellung zur Wechselkurstheorie kennen gelernt. Da wir aber auch seine positive Stellung zu diesem

---

[23]) «Internationale Wertübertragung etc.» S. 390.
[24]) Schmidt, a. a. O. S. 178 ff.

Problem herausfinden wollen, empfiehlt es sich noch einmal kurz darauf einzugehen, wie er sich diesen Zusammenhang denkt.

Dafür bietet uns wiederum die Kritik der Goschenschen Lehre und seine Auffassung von dem Wesen der internationalen Wertübertragung Gelegenheit. Was das letztere anbetrifft, so brauchen wir uns nicht zu wiederholen.[25]) Aus der Goschenschen Lehre entnimmt Zollinger nur den Grundsatz, dass unter der Voraussetzung: Nur diejenigen Transaktionen können ein Schuldverhältnis begründen, die durch Wechsel reguliert werden und jeder Wechselregulierung liegt ein volkswirtschaftliches Schuld- bezw. Forderungsverhältnis zugrunde, der Wechselkurs tatsächlich «die Summe der durch Wechsel regulierten Verbindlichkeiten anzeigt».[26]) Sehen wir davon ab, dass ausser Wechsel noch andere internationale Zahlungsmittel zum Ausgleich gebraucht werden, so ergibt sich, dass für Zollinger nicht der Zusammenhang zwischen einer Bilanz des Zahlungsmittelmarktes und den Wechselkursen abzulehnen ist, sondern lediglich von seinem Grundgedanken ausgehend, der Grundsatz bekämpft wird, dass allen Wechselregulierungen ein volkswirtschaftliches Schuldverhältnis zugrunde liegt. Da wir die Trennung von volkswirtschaftlichen und privatwirtschaftlichen Verhältnissen ablehnen, so können wir von unserem Standpunkte aus ruhig behaupten, dass für Zollinger die «Wechselkurse den Stand gegenseitiger Verschuldung darstellen.» Dabei sei nur daran erinnert, dass wir alle Wertübertragungen, die nicht in die Forderungsbilanz fallen, also alle Vermögensübertragungen, die nicht zu Zahlungsvorgängen führen, in der äussern Wirtschaftsbilanz verzeichnen. Zur Erforschung des Zahlungsmittelmarktes ist aber notwendig, dass nur Geldschulden und Geldguthaben, deren Gegenüberstellung selbstverständlich nicht identisch ist mit allem Zu- und Abgang des Volksvermögens im Verkehr mit dem Auslande, berücksichtigt werden.[27]) Die äussere Wirtschaftsbilanz eignet sich aus diesem Grunde nicht für die Betrachtung der Wechselkursfaktoren. Ihr Vorhandensein ist aber unbedingt im Auge zu behalten.

---

[25]) Vergl. oben S. 161.

[26]) «Die Bilanz etc.» S. 23.

[27]) Grenzposten, z. B. eine Erbschaft von Vermögensstücken, die für Rechnung des Erben im Auslande verkauft werden kann, müssen dabei im Auge behalten werden, da sie Anlass zu Geldzahlungen geben können. Vergl. Schmidt, a. a. O. S. 1 ff.

§ 12. Die Entwicklung der Valuten, insbesondere des Schweizerfrankens in der Kriegs- und Nachkriegszeit im Lichte schweizerischer Literatur.

Der Krieg bot auf dem Gebiete des Geldwesens im allgemeinen und der Wechselkurse im speziellen anscheinend eine Gelegenheit zur Erhärtung alt-eingebrachter oder neu-aufgekommener Theorien, wie sie früher in solchem Masse nie dagewesen ist. Die aus ihrer Gleichgewichtslage herausgeworfenen Wechselkurse, die gewaltigen Verschiebungen in den Forderungsbilanzen einzelner Länder, die Unzulänglichkeit üblicher Methoden der Valutapolitik — das alles zwang einerseits die Praxis zur Erforschung geeigneter Mittel um Herr der Lage zu bleiben, dem Theoretiker aber bot sie andererseits ein dankbares Feld, wo er die Richtigkeit seiner Theorie beweisen bezw. prüfen konnte. So entbrannte denn auch ein heftiger Meinungsstreit, mit dem, seit der Aufstellung von Knapps Theorie, vor dem Kriege keiner verglichen werden kann. Das Problem der Wechselkurse führte die Diskussion bis zu den Grundbegriffen der theoretischen Nationalökonomie zurück, das Wert- und Preisproblem wurden aufs Neue neben dem Geldproblem in die Diskussion einbezogen. In der Schweiz befassten sich mit diesen Streitfragen überwiegend Männer der Finanz- und Bankpraxis. Daher kommt es auch, dass, obwohl wir zwei grosse grundsätzlich entgegengesetzte Meinungen antreffen werden, dieselben nicht in ihrer Reinkultur entwickelt wurden. Die Praxis ist eben mehr konziliant und neigt eher zu Kompromissen als die Theorie.

In folgendem betrachten wir insbesondere die Lage des schweizerischen Devisenmarktes, wie sie sich seit Kriegsausbruch gestaltete und wie sie von der schweizerischen Literatur beleuchtet wurde, ohne vorläufig kritische Einstellung dazu zu nehmen. An Hand des auf diese Weise gewonnenen Materials versuchen wir dann die Essenz dieser Betrachtungen abzusondern und sie in einen theoretischen Rahmen einzuordnen.

Die ersten Erläuterungen des chaotischen Zustandes des Devisenmarktes, in den er nach Kriegsausbruch geraten ist, finden wir verständlicherweise in den monatlichen Berichten der Grossbanken. Der Schweizerische Bankverein schrieb in seinem Monatsbericht vom Oktober 1914:

> «Eine der ersten Folgen des europäischen Krieges war die völlige Verwirrung des Devisenmarktes. In der Schweiz wie auf dem europäischen Festlande überhaupt, wurden Kurse notiert, die man bis dahin nicht gekannt hatte. Nur langsam

hat die Lage ein etwas normaleres Aussehen angenommen; nach und nach wurde der Handel in ausländischen Auszahlungen wieder aufgenommen. Was die für den Monat August angegebenen Kurse betrifft, so beruhen sie zum grossen Teil auf Schätzung, da die fast überall erlassenen Moratorien den Devisenhandel vollständig lahmlegten; zu diesem Hindernis gesellten sich ausserdem die vorübergehenden Unterbrechungen des Telephon- und Telegraphenverkehrs, die grossen Verspätungen im Postverkehr und das mit Sendungen jeder Art verknüpfte grosse Risiko.»

Die Desorientierung des Devisenmarktes als Folge des gestörten Wirtschaftsverkehrs wird übereinstimmend zur Erklärung der Wechselkursstürze bezw. -Schwankungen herangezogen.[1]) Aber nicht nur die «herrschende Meinung» bekundete diese Ansichten; auch Kellenberger, der ja diese immer bekämpft, kommt doch zu demselben Resultat anlässlich der Analyse der heftigen Schwankungen der europäischen Devisen in New York:[2])

«Gold und Waren konnten in den ersten Tagen nicht exportiert werden, weil keine Verschiffungsmöglichkeit vorhanden war; der Kabeldienst mit Europa war erschwert, in England bestand durch die Verlängerung der Bankfeiertage ein faktisches Bankmoratorium. Unter diesen Umständen waren die Vereinigten Staaten ausserstande, Wechsel auf die sonst üblichen Warenverschiffungen zu ziehen oder über vorhandene europäische Bankguthaben zu verfügen oder sich bei ihren europäischen Korrespondenten auf telegraphischem Wege neue kurzfristige Kredite einräumen zu lassen, womit die verfallenen und fortwährend gekündigten Schulden Amerikas an Europa hätten gedeckt werden können. Einer ungeheuren Nachfrage nach Devisen stand also, wenn überhaupt, nur ein ganz verschwindend kleines Angebot gegenüber. Kein Wunder, dass die Wechselkurse noch gleichen Tages schrankenlos in die Höhe schnellten.»

Auch für die exorbitanten Kursschwankungen in Europa lässt Kellenberger dieselben «technischen Faktoren» gelten, die er einige Seiten weiter verpönt.[3]) Wie wir auch diese Faktoren benennen

[1]) Vergl. Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom 31. Dezember 1914 und August 1915. Zirkular der AG Leu & Co. vom Juni 1915. Fischer «Die Wertverschiebung ausländischer Zahlungsmittel durch den Krieg». Schweizerische Blätter für Wirtschafts- und Sozialpolitik 1915/16, Bd. 2, S. 433. Reitler, «Devisenverkehr und Devisenpolitik» S. 53 ff. Blankart, «Die Devisenpolitik während des Krieges» S. 32/33.

[2]) «Wechselkurs und Zahlungsbilanz während des Krieges» S. 32/33.

[3]) a. a. O. S. 45.

wollen, es ist ganz klar, dass sie sich erst in Handlungen der Beteiligten umsetzen müssen, damit sie ihre Wirkung auf die Preise äussern. Damit wäre auch die Kellenbergersche Behauptung ohne weiteres zu akzeptieren, ohne dabei von einer fehlerhaften Denkweise anderer Nationalökonomen sprechen zu müssen, denn es hat wohl niemand jemals gemeint, dass eine z. B. unterbrochene Telephonverbindung durch ihre Tatsache, an und für sich, den Wechselkurs beeinflusst hätte, es ist wohl einleuchtend, dass dadurch die menschliche Psyche beeinflusst wurde, die dann die betreffenden Handlungen unterliess und dadurch bei der intersubjektiven Wertung eines Gutes durch ihr Ausbleiben den Preis in bestimmter Weise beeinflusst hat.

Wir wollen also festhalten, dass die erste Phase der Bewegungen am Devisenmarkt durch die «Störungen des Marktes» bedingt war.[4])

Wir wollen uns nicht länger hiebei aufhalten und gehen zur nächsten Periode der Kursentwicklung über. Es ist klar, dass so ein unsicherer Zustand der internationalen Märkte nicht lange dauern konnte. Da doch nicht die ganze Welt am Kriege unmittelbar teilnahm, so bildeten sich bald Umwege über die neutralen Länder, durch welche eine Ausgleichstätigkeit einsetzte, das Niveau der Kurse etwas nivellierend, obwohl die Spannungen noch sehr gross blieben.[5]) Uns interessiert aber in diesem Zusammenhange mehr die Frage, wie sich jetzt die neu entstandenen bezw. die sich wieder geltend machenden alten Faktoren der Wechselkursbildung auszuwirken begannen. In den ersten Krisentagen traten alle «normalen» Faktoren etwas in den Hintergrund. Dass sie aber dennoch wirkten, unterliegt keinem Zweifel. Hier soll insbesondere der Vorbereitungsmassnahmen gedacht werden, die in verschiedenen Ländern sofort nach Antritt der unsicheren Lage getroffen wurden, um für jeden Fall gesichert zu sein. Jedes Land suchte möglichst viel von seinen Guthaben im Auslande einzuziehen und besass es sie wirklich und gelang es ihm, so bedang dieser Vorgang im allgemeinen die Festigkeit seiner Valuta und die Schwäche der des Gegenlandes. Ueber die Kündigung der europäischen Guthaben in Europa war schon die Rede. Der Fall des amerikanischen Dollars wurde auch einstimmig dieser Tatsache zugeschrieben.[6])

---

[4]) Monatsberichte des schweizerischen Bankvereins vom Oktober 1914; Ott, «Die Wechselkurse im Kriege». S. A. aus dem schweizerischen Finanzjahrbuch 1916, S. 7 ff.

[5]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1915.

[6]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1915, Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom De-

Diese zweite Zuckung des Devisenmarktes war aber nicht von langer Dauer. Die Guthaben erschöpften sich oder konnten nicht rechtzeitig eingetrieben werden und die Kurse der fremden Devisen in der Schweiz nehmen allmählich einen ganz anderen Verlauf. Es treten Faktoren auf, deren Wirkung langsamer, aber stetiger war, die keine so plötzlichen Schwankungen hervorriefen, wie die Störungen des Marktes und die Kündigung der Guthaben.[7])

Der Umschwung in der Bewegung kam noch im Herbst 1914 zustande. Die Bewegung nahm ihren Ausgang vom Steigen des amerikanischen Dollars und dementsprechenden Fallen der von ihm abhängigen Entente-Devisen. Mitte November erreichte er in der Schweiz die Parität, um dann langsam, aber stetig anzusteigen. Etwas später setzte dann die Entwertung anderer Kriegsvaluten ein. Die Erklärungen lauteten fast übereinstimmend folgendermassen (Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1915):

«Die Währungen der grossen und kleinen kriegsführenden Länder weisen mit Ausnahme der englischen seit einigen Monaten eine fast allgemeine Entwertung auf. Gleiche Ursachen erzeugen überall gleiche Wirkungen: da die europäischen Staaten gezwungen sind von auswärts, insbesondere aus Nord- und Südamerika Produkte jeder Art einzuführen, so weisen sie allgemein ein Defizit in ihrer Handelsbilanz auf. Die meisten Exportindustrien sind lahmgelegt, weil sich die gewerbliche Tätigkeit fast durchwegs auf die Kriegswirtschaft und die Herstellung ihres Bedarfs eingerichtet hat. Seit November 1914 nahm die Ausfuhr der Vereinigten Staaten nach Europa einen ausserordentlichen Umfang an, so dass nun Europa, besonders England, Frankreich, Italien und die meisten neutralen Staaten grosse Summen in New York schuldeten. Die Rollen waren vertauscht, amerikanische Wechsel waren auf einmal in Europa von allen Seiten gesucht und der Kurs stieg von Tag zu Tag.»

Es werden also die Verschiebungen in der Handelsbilanz hervorgehoben, was durch die dominierende Rolle der Warenbewegungen in den internationalen Wertübertragungen erklärlich ist.[8])

Allmählich kommen aber neben der Handelsbilanz andere Erklärungsversuche zur Sprache. So hiess es beispielsweise in dem

---

zember 1914, März 1916 und Monatsbulletin vom Januar 1922. Fischer, a. a. O. S. 437.

[7]) Jahresbericht der Basler Handelskammer 1915.

[8]) Effektenkursblatt der schweizerischen Kreditanstalt vom März 1916.

Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Dezember 1914:

«Der Einfluss des Uebermasses von Papiergeld auf den Wechselkurs ist nicht abzuleugnen, ohne dass es jedoch möglich wäre seinen Wirkungsgrad unter den gegebenen Umständen festzustellen.»

Der Standpunkt des Verfassers ist in dieser Frage weiter nicht präzisiert, so dass wir lediglich feststellen können, dass schon unmittelbar nach Kriegsausbruch Ansätze einer «Inflationstheorie» vorhanden waren.

Ausser der Handelsbilanz wird auch die Wichtigkeit anderer Faktoren für die Entwicklung der Devisen hervorgehoben. Eine Beleuchtung der Bewegung des Schweizerfrankens finden wir im Quartalsbericht der AG. Leu & co vom Oktober 1924. Unter dem Titel «Die Entwicklung der schweizerischen Valuta in der Kriegs- und Nachkriegszeit» stand es dort:

«Im einzelnen aber weisen diese Faktoren (die in ihrer Gesamtheit unsere Zahlungsbilanz ausmachen) ganz gewaltige Veränderungen auf. Während die letzten Vorkriegsjahre einen Einfuhrüberschuss von über einer halben Milliarde aufgewiesen hatten, verminderte sich die Passivität in den ersten Kriegsjahren bedeutend. Wir begegnen also einzig bei dem Posten «Handelsiblanz», verglichen mit dem Jahre 1913, einer Verschiebung, die schon für das Jahr 1914 eine Viertelsmilliarde ausmacht. Wenn trotz dem Auftrieb, den eine solche Verschiebung der Handelsbilanz unserer Valuta geben musste, diese letztere ziemlich stabil blieb, so lässt das darauf schliessen, dass andere Faktoren der Zahlungsbilanz eine annähernd entsprechende Verschiebung im entgegengesetzten Sinne erlitten haben müssen.»

Zu diesen Faktoren wird dann die Einfuhr von gemünztem Gold, der Fortfall der Einnahmen aus dem Fremdenverkehr, Unterbindung der Kapitaleinfuhr etc. gezählt.

Die Bedeutung der Forderungsbilanz mit allen ihren Teilen für die Entwicklung der Wechselkurse, tritt immer stärker hervor. Es wird jetzt selten behauptet, dass die Handelsbilanz der ausschliessliche Faktor sei, es werden immer öfters auch andere Unterbilanzen als Gründe der Kursschwankungen angeführt und ausserdem gewinnen auch ganz andere Erklärungsversuche z. B. die Papiergeldausgabe, an Anhängern:

«Nicht ohne Besorgnis verfolgt man den Stand der schweizerischen Valuta. Gewiss haben dazu der beinahe vollständige Stillstand der Ausfuhr mancher unserer hauptsächlichsten

Exportartikel, eine vermehrte Einfuhr von Produkten zu hohen Preisen und nicht zuletzt die ganz unbefriedigende Fremdensaison beigetragen und man kann ohne weiteres annehmen, dass wenn sich unserer Industrie wieder erhöhte Exportmöglichkeiten eröffnen, dies zu einer Besserung der Valuta führen wird. Aber dessen ungeachtet lässt sich heute die Ansicht nicht ohne weiteres negieren, dass auch hier ein übermässiges Einpressen von Papiergeld und zwar von drei verschiedenen Sorten (Noten der Nationalbank, Staatskassenscheine und Scheine der Darlehenskasse) in den Verkehr eine wesentliche Schuld daran tragen, dass unsere Valuta auf einem kaum dagewesenen Tiefstand angekommen ist.» (Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom Februar 1915.)[9])

Als die Wechselkurse auf neutrale Länder und auf die Vereinigten Staaten in den kriegsführenden Ländern immer stärker anzogen, wurden überall Massnahmen zur Valutaverteidigung getroffen, die man sonst unter dem Begriffe der Valutapolitik subsumiert.

Der amerikanische Dollar war die erste Devise, die eine steigende Richtung in der Schweiz aufwies. Da überdies der Dollar eine der wichtigsten Devisen für die Schweiz bedeutet, so ergriff die Eidgenossenschaft sofort Mittel, um dieser Hausse zu steuern. Dies war die 15 Mill. Dollaranleihe, die in New York zur Bezahlung der Importe von Nahrungsmitteln und Rohstoffen aufgenommen wurde. Die Wirkung dieser Massnahme war auch sehr günstig für den Kurs des Schweizerfrankens.[10]) Die frappante Wirkung dieser Anleihe wurde von mancher Seite als Beweis gegen die Inflationstheorie benutzt.[11])

Die Ansichten, die die günstige Wirkung dieser Anleihe hervorheben, gehen alle dahin, dass durch die Auslandsanleihe die Wechselkurse gebessert werden, da die Nachfrage nach ausländischen Devisen aus den realisierten Beständen der Anleihe befriedigt werden kann, dass somit die Zahlungsbilanz ausgeglichen

---

[9]) Vergl. auch Furlan in den Schweizerischen Blättern für Handel und Industrie Nr. 21/22 vom 15. November 1914, S. 427, Nr. 23/24 vom 15. Dezember 1914, S. 448. Bericht des Direktoriumspräsidenten der Schweizerischen Nationalbank über das Jahr 1915 (Schweizerische Blätter für Handel und Industrie, No. 9/10 vom 15. Mai 1916, S. 116).

[10]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom März 1915 und Geschäftsbericht für das Jahr 1915, Ott, a. a. O. S. 10. Reitler, a. a. O. S. 49, Zirkular der A.-G. Leu & Co. vom Juni 1916.

[11]) Imobersteg, Schweizerische Blätter für Wirtschafts- und Sozialpolitik 1915/16, S. 565.

wird. Einen anderen Standpunkt nimmt in dieser Frage Kellenberger ein:[12])

«Wenn sich also beispielsweise im Frühjahr 1915 die damals um ein Geringes entwertete schweizerische Valuta im Gefolge der Aufnahme einer Anleihe in den Vereinigten Staaten erholen konnte, so lang die eigentliche Ursache nicht in der Kapitalaufnahme selbst, sondern in der Tatsache, dass diese finanzielle Operation der entblössten Schweiz die dringend notwendige Getreideeinfuhr aus den Vereinigten Staaten ermöglichte. Die zweifellos günstige Wirkung auf die Valuta besteht vielmehr darin, dass durch die Beanspruchung des ausländischen Kredites eine erhöhte Einfuhr möglich wird, wodurch das gesamte Güterangebot im Einfuhrlande vergrössert wird und der Wert der Währung kann sich entsprechend auf einem höheren Stande behaupten als ohne jene Kapitalzufuhr.»

Diese Ansicht steht in engem Zusammenhange mit den Anschauungen Kellenbergers bez. der Beziehung zwischen Zahlungsbilanz und Wechselkurs. Für ihn wird die Zahlungsbilanz durch die Kapitalaufnahme im Auslande überhaupt nicht berührt:

«Hingegen ist die Meinung, dass durch den Kapitalimport die Zahlungsbilanz des betr. Landes verbessert werde, falsch.»

Ueber die Wirkung der Valutaanleihen des Auslandes, besonders Englands und Frankreichs in den Vereinigten Staaten, können wir uns hier nicht näher verbreiten. Es genügt die Feststellung, dass ihr Einfluss auf die Devisenkurse der betr. Länder in der Schweiz ein sehr merklicher war. Mit Hilfe dieser Anleihen gelang es Frankreich und England eine Zeit lang die Kurse aufrecht zu erhalten. Freilich mussten sie dafür noch andere Wege beschreiten. Insbesondere war es die Abstossung der Effektenbestände des Inlandes, deren Durchführung in allen Kriegsländern mit Nachdruck betrieben wurde. Die Rückwirkung auf die Schweiz liess nicht lange auf sich warten. Der Rückfluss schweizerischer Werte aus dem Auslande fing gleich nach Ausbruch des Krieges an. Als die Schweizer Valuta im Auslande stieg, wurde die Abstossung schweizerischer Werte für das Ausland dazu noch ein lohnendes Geschäft, während die Schweiz ihre Verschuldung zu niedrigen Preisen abtragen konnte.[13]) Die andere Seite des Rückflusses, der Druck auf die Schweizer Valuta hat sich überhaupt gar nicht geltend gemacht.

---

[12]) a. a. O. S. 67 ff.

[13]) Lüscher-Burkhardt, «Der Rückfluss schweizerischer Werte aus dem Auslande», «Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft» 1915, S. 291 ff. Blankart, a. a. O. S. 133. Der Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1915.

Die Emission der Kriegsanleihen im Auslande hat auch in der Schweiz einen Einfluss auf die Haltung der Valuta ausgeübt, denn die ausländischen Zeichner verkauften ihre Bestände an schweizerischen Werten, um sich an der Emission zu beteiligen und ausserdem fand manche Kriegsanleihe Eingang in die Schweiz.[14]) Zu dieser Kategorie von Kapitalverschiebungen gehören auch die auf Grund kurzfristiger Kredite zustande gekommenen. Wir denken hier an die Zinsdifferenzgeschäfte. Der Krieg hat auch hier eine neue Situation geschaffen Das grosse Risiko der Kursschwankungen hat die Wirkung der hohen Diskontsätze nahezu vollständig paralysiert. So wurden auch die Mittel der Diskontopolitik zu Kursstützungszwecken nirgends angewandt. Die hohen Diskontsätze der ersten Kriegstage, die hauptsächlich aus Rücksichten der grossen Beanspruchung der Zentralbanken von Seiten des Inlandesmarktes festgesetzt wurden, wurden schon in den ersten Augusttagen überall ermässigt. Die Schweiz fing schon am 6. August 1914 mit dem Abbau ihrer $6^1/_2\%$igen Rate an, ohne dadurch die Wechselkurse in ungünstiger Weise zu beeinflussen.[15])

Eine ganz andere Meinung hat über diese Frage Kellenberger, der eine Hinaufsetzung des Diskontsatzes empfiehlt. Dadurch werde dem Staate die Kreditnahme bei der Zentralbank erschwert, die Papiergeldausgabe vermindert und dadurch der Teuerung entgegengearbeitet.[16]) Diese Meinung beruht auf seiner Anschauung bez. der Ursachen der Teuerung.[17])

Im allgemeinen brachte das Jahr 1915 eine feste Haltung des Schweizerfrankens, die in der Hauptursache der günstigen Handelsbilanz und dem Ausbleiben der Kapitalanlagen zugeschrieben wurde, während als verschlechternde Faktoren das Ausbleiben wichtiger Posten der Forderungsbilanz, wie Fremdenverkehr, Transitdienste etc., die Beteiligung an Kriegsanleihen und der Rückfluss schweizerischer Werte angesehen wurde.[18])

Mit nur 3 bis 4% Disagio trat die schweizerische Devise in das Jahr 1916 ein. Die Entwicklung ging zunächst in der gleichen Richtung, im Laufe des Jahres wurde die Dollarparität erreicht

---

[14]) Ott, a. a. O. S. 11. Baschy «Der Schweizerfranken auf dem Valutamarkte». S. 14.

[15]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August und Dezember 1915. Gurtner, «Die Wechselkurse während des Krieges», Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik 1919, S. 231.

[16]) a. a. O. S. 52.

[17]) Vergl. dazu seine Artikelserie «Nationalbank und Teuerung» im «Bund» vom März, April, Mai 1918.

[18]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom Dezember 1915.

und überschritten. Die Handelsbilanz besserte sich weiter und zeigte einen in der Schweiz seit langem nicht mehr vorgekommenen Ausfuhrüberschuss. Die übrigen Posten der Forderungsbilanz entwickelten sich aber in verschiedener Richtung:

«Der im Allgemeinen hohe Stand der schweizerischen Valuta ist zunächst auf die günstige Gestaltung der Handelsbilanz unseres Landes zurückzuführen. Dazu kommt, dass auch die Zahlungsbilanz der Schweiz aus dem Effektenverkehr, welcher schon in den letzten Friedensjahren stark aktiv gewesen ist, sich im Kriege weiter erheblich zu unsern Gunsten verschoben hat. Aus diesen Gründen übte der Rückfluss der Schweizerwerte aus dem Auslande, welcher sich dank der gänzlichen oder teilweisen Schliessung unserer Börsen auf einen langen Zeitraum verteilte, keinen empfindlichen Druck auf die Valuta unseres Landes aus. Da unser Transitverkehr nunmehr eine sehr weitgehende Unterbindung erfahren hat, der Verkauf und Inkasso von Titeln, sowie von Coupons auf den Kapitalmärkten der kriegführendenden für ausländische, insbesondere feindliche Rechnung eingeschränkt und die Schweiz in zunehmendem Umfange als internationales Clearinghouse ausgeschaltet worden ist, so brachten die Wechselkurse je länger, desto mehr den Einfluss zum Ausdruck, den unsere direkten kommerziellen und finanziellen Beziehungen mit dem Auslande auf unsere Valuta ausüben. Der günstige Stand derselben ist teilweise auch darin begründet, dass sich in der Verfassung unseres Noteninstitutes verhältnismässig weniger erhebliche Wandlungen vollzogen haben, als dies bei den Notenbanken unserer Nachbaren der Fall ist. Es fragt sich, ob für die gegenwärtigen Valutaverhältnisse auch die in den kriegführenden Staaten herrschende Noteninflation verantwortlich zu machen sei: Diesem Moment kommt bei der gegenwärtigen finanziellen Abgeschlossenheit der Staaten keine weitgehende Bedeutung zu.»[19])

Die Inflationsfrage rückt neuerdings in den Vordergrund des Interesses, einstweilen nur auf das Ausland bezogen. Sie wird meistens als von geringer Bedeutung angesehen.[20]) Ob in der Schweiz zu jener Zeit eine Inflation bestand und was man sich darunter zu denken habe, wird meistens mit Schweigen übergangen. Oft wird darunter nur ein sehr hoher Notenumlauf ver-

---

[19]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom Juli und Dezember 1916. Geschäftsbericht der Schweizerischen Bankgesellschaft 1916.

[20]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Mai 1916.

standen, der aber durch die veränderten Zahlungsmittelmethoden als notwendiges Uebel erachtet wurde, umsomehr als die Metalldeckung beruhigend zu wirken schien.[21]) Von anderer Seite wurde wieder der Notenumlauf als «mässig und zum grossen Teil durch den Rückfluss von Gold an die Nationalbank und die Thesaurierungen kompensiert» betrachtet.[22])

Die Inflationsfrage entfachte einen Streit über die Ursachen der Teuerung, die sich in der Schweiz seit 1915 immer mehr fühlbar machte. Es standen sich dabei zwei Gruppen von Meinungen gegenüber: Die eine behauptete, die Teuerung sei eine Folge der falschen Geld- und Kreditpolitik, wobei die Begründung quantitätstheoretisch war, die andere verteidigte die Politik der Nationalbank mit dem Hinweis darauf, dass die Teuerung durch Verknappung und Verteuerung der Importgüter entstanden ist.

Die Inflationsfrage trat in den Mittelpunkt des allgemeinen Interesses in der Schweiz erst mit dem Momente, da die Inflationsmerkmale in den Nachbarstaaten besonders stark hervortraten und ihre Wirkungen die wirtschaftlichen Interessen der Schweiz zu berühren begannen. Wir werden weiter unten anlässlich der Besprechung der Zahlungsbilanztheorie die Inflation berücksichtigen und die Frage in unser System einzufügen suchen.

War die bisherige Entwicklung des Schweizerfrankens ziemlich ruhig, so beginnt seit dem Jahre 1917 eine Periode lebhafter Schwankungen, welche erst in den späten Nachkriegsjahren wieder einer ruhigeren Tendenz Platz gibt. Das ganze Jahr 1917 und die erste Hälfte des Jahres 1918 hindurch, bewegte sich der Franken am Dollar gemessen in aufsteigender Richtung. Das Agio von 3—4% mit welchem er in das Jahr 1917 eintrat, wuchs bis auf 16% am Jahresende 1917 und bis auf 27% vom zweiten Quartal 1918 an. Diese stürmische Aufwärtsbewegung konnte einen zweifachen Grund haben Entweder stieg der Schweizerfranken selbst oder der amerikanische Dollar befand sich in absteigender Richtung. Der Quartalsbericht der A. G. Leu & Co. vom Oktober 1924 schildert die Entwicklung folgendermassen:

> «Einer der Hauptgründe liegt ohne Zweifel in der Verkettung des Dollarkurses mit dem Preis des Goldes und damit indirekt mit dem in Goldrappen ausgedrückten Frankenkurs. Wir müssen uns daran erinnern, dass im Frühjahr 1917, die Vereinigten Staaten, welche vor kurzem in den Krieg getreten waren,

[21]) do. vom Dezember 1916.

[22]) Wegelin, «Die Schweizer Valuta während des Krieges», Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik, 1923, Bd. II, S. 71.

finanzielle Vereinbarungen mit den Alliierten getroffen haben, wonach deren Wechselkurse in New York auf einem stabilen Niveau gehalten werden sollten. Infolge dieser Verknüpfung des Dollarkurses mit demjenigen der alliierten Währungen konnte auch ersterer sich nicht gänzlich der durch die wechselnden Kriegsereignisse verursachten Schwankungen entziehen. Zu dem kam zum ersten Male, hauptsächlich in den neutralen Staaten, eine Valutaspekulation auf, welche geeignet war, diese Schwankungen zu vergrössern. Die finanzielle Einheitsfront, welche die Vereinigten Staaten von Amerika mit den Ländern der Entente verband, bewirkte zunächst infolge der ausgedehnten, an die Alliierten gewährten Kredite eine starke Belastung der amerikanischen Zahlungsbilanz. Diese valutarische Belastung der Vereinigten Staaten erfuhr eine Verschärfung durch den Rückfluss grosser Mengen von amerikanischen Effekten, die in Portefeuilles englischer und französischer Kapitalisten ruhten. Die Folge dieser Verschiebungen in der internationalen Zahlungsbilanz war eine starke Baisse des Dollarkurses auf allen neutralen Plätzen oder, anders ausgedrückt, eine Steigerung des Goldwertes der neutralen Devisen. Für die Schweiz kam hinzu, dass sich seit 1914 der Fremdenverkehr nicht unbedeutend gehoben hatte. Ferner hatte in Anbetracht der immer ungewisser werdenden Aussichten auf eine rasche Beendigung des Krieges und infolge der wachsenden Geldbedürfnisse des eigenen Landes die Zeichnungen auf Kriegsanleihen seitens schweizerischer Kapitalisten, sowie der normale Kapitalexport beinahe ganz aufgehört. Ein weiterer Umstand, der auf die schweizerische Zahlungsbilanz ebenfalls in günstigem Sinne einwirkte, ist in der Liquidierung zahlreicher schweizerischer Unternehmungen im Auslande zu erblicken. Allen diesen haussegünstigen Faktoren steht lediglich die im Jahre 1917 wieder etwas ungünstigere Handelsbilanz gegenüber, die mit ca. 80 Mill. passiv war.»

Die in dieser Berichterstattung vertretenen Ansichten waren noch von zahlreichen andern Banken geteilt.[23])

Vereinzelt wird sogar behauptet,[24]) dass die seit 1915 eingetretene Aktivität der schweizerischen Zahlungsbilanz noch viel tiefere Wechselkurse zur Folge haben würde, wenn nicht «andere Gründe», so Kreditoperationen: Rückkauf schweizerischer An-

[23]) Monatsbulletin des Schweizerischen Bankvereins vom August 1917. Basler Handelsbank in ihrer Publikation «Geld und Brot im Kriege 1917». Effektenkursblatt der schweizerischen Kreditanstalt vom Dezember 1917 und Monatsbulletin vom Januar 1922.

[24]) Wegelin, a. a. O. S. 74 ff.

lagewerte, Zeichnungen auf ausländische Kriegsanleihen, das Stehenlassen grosser Guthaben aus Exporten im Auslande, Zinsen, Valutakredite etc., die relativ geringe Bewertung der Schweizervaluta im Auslande herbeigeführt hätten. Es erübrigt sich zu sagen, dass alle diese Operationen, die vielleicht sonst noch aktivere Forderungsbilanz etwas weniger aktiv gestaltet haben. Wegelin schliesst die vorerwähnten Transaktionen in die Forderungsbilanz nicht ein, da er der Zollingerschen Auffassung von der Natur der internationalen Wertübertragungen huldigt.

Solange die handelsstatistischen Ziffern für das Jahr 1917 noch nicht bekannt waren, wurde vielfach angenommen, die Handelsbilanz werde sich auch weiterhin günstig gestalten; man erklärte damit die starke Haltung des Schweizerfrankens.[25])

Die erste Periode der «Störungen des Marktes» wurde auch durch die Unmöglichkeit der internationalen Goldzirkulation charakterisiert. Aber schon kurz nachher, als der Verkehr sich zu regen begann, konnten grosse Goldtransporte durchgeführt werden, die zum Ausgleiche der passiven Forderungsbilanz durch die Zentralbanken effektuiert wurden. Die Situation änderte sich wiederum, als die Vereinigten Staaten in den Krieg eintraten und der Unterseebootkrieg die Goldtransporte nach Europa zu riskant erscheinen liess. So konnte auch die Union die Spannung ihres Wechselkurses auf den neutralen Plätzen mit Goldtransporten nicht mildern. Anknüpfend an diese Tatsache mehren sich im Jahre 1918 wiederum die Stimmen, welche von der Einschränkung des internationalen Waren-, Effekten- und Goldmarktes berichten.[26])

Die Wendung im Charakter des internationalen Wertverkehrs, die dadurch bedingt war, dass die Bestände an ausländischen Effekten in den kriegführenden Ländern sich allmählich erschöpften, was zur Abnahme der Zins- und Dividendeneingänge aus diesen Titeln führte, hatte zur Folge, dass die internationalen Austauschmöglichkeiten sich auf Waren beschränkten.[27]) Diese Wendung ist eines der interessantesten Phänomene auf diesem Gebiete: Die Handelsbilanz gelangte allmählich zu einer Bedeutung, die sie früher nicht hatte.

Schon die Wichtigkeit der Tatsache des Eintrittes der Vereinigten Staaten in den Krieg zeigte deutlich, dass politische und militärische Ereignisse, von deren Einfluss auf die Wechselkurse

---

[25]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom Dezember 1917, Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1917.

[26]) Schweizerisches Finanzjahrbuch 1917.

[27]) Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Juli 1918.

merkwürdigerweise sehr wenig gesprochen wurde, allmählich Beachtung finden. Tatsächlich lassen sich immer öfters Aeusserungen registrieren, die auf diesen Faktor aufmerksam machen. Noch Furlan[28]) schrieb dem letzteren keine grosse Bedeutung in den ersten Tagen nach Kriegsausbruch zu. Je mehr aber der Kampf zu Ende zu gehen schien, desto grösser wurde der psychologische Einfluss der Friedenshoffnungen. Die Kursschwankungen des Jahres 1918 werden von mancher Seite als ausschliesslich von den wechselnden Aussichten auf einen Frieden abhängig erklärt. In denselben Komplex von Wirkungen der politischen und militärischen Ereignisse, die eine psychologische Stimmung hervorrufen, gehört auch die Wirkung einer Spekulation. Auch sie beruht auf Stimmungen und weiss die Gemütslage des grossen Publikums entsprechend auszunützen. Alle diese Faktoren machen sich daher ziemlich gleichzeitig geltend, wobei noch der Einfluss der Finanzlage des Staates, deren Ausdruck oft in der Höhe der Notenzirkulation erblickt wird, sich dazu gesellt.[29])

Oben wurde schon darauf hingewiesen, dass die Inflationsfrage auch in der Schweiz allmählich ins Rollen kam. Anfänglich nur auf die Beurteilung der fremden Inflationserscheinungen beschränkt, wandte sie sich nun auch den schweizerischen Verhältnissen zu. Die Diskussion griff auf theoretisches Gebiet über. Es entspann sich im Jahre 1918 die schon erwähnte Kontroverse über die Ursachen der Teuerung. Die schweizerische Kreditanstalt behauptete,[30]) «wenn auch die Teuerung unseres Erachtens zwar in merklicher Weise auf die erhöhte Papiergeldspekulation zurückzuführen ist, so ist letztere doch wohl von sekundärer Bedeutung», die Hauptfaktoren seien «in Deutschland der Mangel an gewissen Rohstoffen und ungünstige, in erster Linie durch die Zahlungsbilanz bedingte Wechselkurse, in den Ländern der Entente grosse Einfuhren, enorm gestiegene Frachtraten und ein ebenfalls hauptsächlich aus der Zahlungsbilanz sich ergebender hoher Stand der ausländischen Devisenkurse.»[31])

Es ist dabei zu beachten, dass die Teuerung auch auf die Wechselkurse zurückgeführt wird.

Der zwischen der Inflation und den Wechselkursen konstruierte Zusammenhang führt über den Diskont und die Kapitalverschie-

---

[28]) Siehe oben S. 182, Anmerkung 1.

[29]) Schneebeli in Schweizerischen Blättern für Handel und Industrie, Nr. 9/10 vom 5. Mai 1918. Schweizerisches Finanzjahrbuch 1917. Jahresbericht der Basler Handelskammer 1917. Geschäftsbericht des Eidgenössischen Bankvereins vom Januar 1917.

[30]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom Juli 1917.

[31]) do. vom Mai 1918.

bungen, indem der Diskontsatz durch die Kreditausdehnung ermässigt wird und der daraus resultierende Kapitalabfluss die Wechselkurse steigert. Dies trifft aber nur für die Friedenszeiten zu, im Kriege sind die Kapitalverschiebungen behindert (Vereinbarung der Schweizerischen Banken über die Nichterteilung von Krediten ans Ausland), so dass die Inflation ihre Wirkungen nicht zeitigen kann.

Der theoretische Zusammenhang zwischen Inflation und Wechselkursen führt also über die Forderungsbilanz. Dies scheint uns wichtig festzustellen, da andere Meinungen die Forderungsbilanz vollständig aus dem Spiele lassen.

In dieser Frage wird selten eine einseitig extreme Haltung eingenommen. Sowohl der Warenseite, als auch der Geldseite wird ein Anteil an der Teuerung eingeräumt. Die Schweizerische Kreditanstalt, die die hohen Wechselkurse als importverteuernd ansah, musste konsequenterweise ein Herabdrücken des inländischen Preisniveaus durch die billigen Importe als Folge des hohen Standes des Schweizerfrankens erwarten. Umsomehr überraschte die Tatsache, dass der Import der Schweiz sehr teuer zu stehen kam und sogar die Inlandspreise in die Höhe trieb.[32]) Der Gedankengang, der diese Tatsache zu erklären versucht, ist der, dass die Weltmarktpreise infolge von Warenknappheit, Frachtverteuerung etc. so hoch sind, dass die importierten Waren sehr teuer bezahlt werden müssen und ausserdem die Notwendigkeit einer erhöhten Notenemission hervorrufen.[33]) Demgegenüber betonte Kellenberger[34]), dass die Warenpreise, wie jeder Preis, von 2 Seiten, d. h. von der Warennachfrage, was dem Geldangebot gleich ist, und dem Warenangebot, beeinflusst werden. Sowohl die Warenknappheit, als auch die erhöhte Notenemission seien an der Teuerung schuld.

Eine umfangreiche Studie hat dieser Kontroverse Wegelin gewidmet[35]), der auch sowohl der Geldseite, wie der Warenseite Anteil an der Teuerung gibt, wobei er sich zur Erklärung der teureren Importe des Zusammenhanges zwischen der Forderungsbilanz und den Wechselkursen bedient: Die letzteren wirken durch den Import auf das inländische Preisniveau. Zu Kellenbergers Ansicht

---

[32]) Vergl. dazu den Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1918.

[33]) Vergl. «Der Bund» vom 8. März und 9. April 1918.

[34]) Vergl. seine Artikel im «Bund» vom 3. und 4. März, 12. und 15. April, 16. und 26. Juni 1918; demgegenüber vergl. «Neue Zürcher Zeitung» vom Mai, Juni und Juli 1918.

[35]) Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialpolitik 1923 Bd. II.

neigt auch der Bericht für Handel und Industrie in der Schweiz, der aber in das andere Extrem verfällt, indem er den Notenumlauf als ungefährlich bezeichnet, weil die Metalldeckung gesund sei. Diese Deckungstheorie wurde aber von Kollenberger scharf bekämpft.[36])

Die Verschlechterung des Schweizerfrankens nahm ihren Anfang um die Mitte des Jahres 1918. Der Umschwung war derart plötzlich, dass innerhalb von 4 Monaten (Juli/Oktober) die Werteinbusse ca. 26% betrug. Dieser Tendenzwechsel wurde teilweise durch militärische und politische Ereignisse erklärt, indem der Umschwung auf dem Kriegsschauplatz eine psychologische Wirkung hervorrief, die die alliierten Devisen in die Höhe trieb.[37])

Somit traten plötzlich in die ersten Reihen der Wechselkursfaktoren solche, die bisher nur in bescheidenem Masse mitwirkten. Die Zeiten der ungewissen politischen Lage sind erfahrungsgemäss für die Spekulation die günstigsten. Da die Spekulation aber nur vorübergehend wirkt, so erhebt sich die Frage, ob es nur der Wirkung der genannten Faktoren zuzuschreiben ist, dass der Dollarkurs unaufhaltsam weiterstieg. Nach einer Ruhezeit im Winter 1918/19 stieg der Dollar Ende Juli 1921 bis auf 6,10. Zum Unterschiede von der ersten Baisse-Periode des Schweizerfrankens, handelte es sich jetzt nicht um eine Parallelbewegung in den Wechselkursen der Alliierten, denn die übrigen Ententedevisen erlitten in der Schweiz im Jahre 1919 einen Kurssturz, der Dollar nahm also eine ganz selbständige Bewegung. Neben den politischen Ereignissen und den Einflüssen der Spekulation, mussten es die grundlegenden Faktoren der Wechselkursbildung sein, die eine Verschiebung in der Forderungsbilanz hervorgerufen haben. Zu solchen gehörten: Vermehrte Beanspruchung des inländischen Kapitalmarktes durch die kriegführenden Staaten, gesteigerte Passivität der Handelsbilanz, Import von Gold, Rückfluss von schweizerischen, seinerzeit in Frankreich placierten Obligationen, Verluste in den Erträgnissen der ausländischen Kapitalanlagen infolge der Entwertung vieler Devisen. Als Haussefaktoren, die die Tendenz etwas mildern konnten, wurden genannt: Die von der Eidgenossenschaft und den Kantonen Zürich und Bern in den Vereinigten Staaten aufgenommenen Dollaranleihen, Kapitalzufluss aus Oesterreich und Deutschland als Folge der dort einsetzenden Kapitalfluchterscheinungen und,

[36]) «Richtlinien für eine schweizerische Währungsreform», Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1917. S. 359. Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom Oktober 1924.

[37]) Monatsbericht über Handel und Industrie 1918. Geschäftsbericht der Eidgenössischen Bank 1918.

speziell bez. der kontinentalen Kriegsdevisen, deren Loslösung vom amerikanischen Dollar infolge des Dahinfallens des interalliierten Finanzabkommens.[38])

Neben diesen Faktoren werden aber auch die sog. psychologischen Momente mächtig in den Vordergrund geschoben[39]), wobei die Spekulation auch weiterhin eine grosse Rolle bei allen Erklärungsversuchen zu spielen scheint.

Bis jetzt haben wir noch keine Stimmen erwähnt, die den Einfluss der Forderungsbilanz überhaupt ausgeschaltet hätten, und dennoch waren solche ziemlich zahlreich vertreten. So schrieb die Schweizerische Kreditanstalt in ihrem Effektenkursblatt vom Januar 1919, dass «letzten Endes in dem mittleren Stand der Wechselkurse über alle Schwankungen der Zahlungsbilanz hinweg eben der verschiedene Stand der Preise in den einzelnen Ländern zum Ausdruck kommt.» Sogar der sonst eher zahlungsbilanztheoretisch gestimmte Verfasser der Monatsberichte des Schweizerischen Bankvereins behauptet (August 1920), dass der Stand der Wechselkurse nach wie vor das Spiegelbild des inneren Wertes (d. h. der inländischen Preise) der verschiedenen Währungen ist. «Diese Behauptungen sind mit denen von Kellenberger fast identisch[40]), denn die Dollarbewegung in der Schweiz in den Jahren 1919/1920 und 1921 wird von ihm als Folge der Preisbewegungen in den Vereinigten Staaten und nicht aus der Gestaltung der amerikanischen Zahlungsbilanz erklärt.[41])

Das Ende des Jahres 1920 brachte, wie bereits gesagt, einen Tendenzumschwung in der Bewertung des Frankens. Es folgte eine längere Periode andauernder Hausse, die nur im Juni und Juli unterbrochen wurde. Diese Bewegung wird durch die Verminderung der Passivität der schweizerischen Handelsbilanz infolge der Wirtschaftskrise erklärt.[42]) Von mancher Seite wurde

---

[38]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom Dezember 1919 und Oktober 1924; Effektenkursblatt der schweizerischen Kreditanstalt vom Dezember 1918, Dezember 1919. Effektenkursblatt der schweizerischen Bankgesellschaft vom April 1920. Monatsbericht der schweizerischen Volksbank vom November 1920 und Juli 1923. Baschy, a. a. O.

[39]) Effektenkursblatt der Schweizerischen Kreditanstalt vom Dezember 1920 und Monats-Bulletin vom Februar 1923. Jahresbericht der Basler Handelskammer 1919.

[40]) «Wirtschaftskrisis und feste Währung», Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaft und Sozialpolitik 1922, S. 33.

[41]) Monatsbericht der schweizerischen Volksbank vom November und Dezember 1920.

[42]) Monatsübersicht der schweizerischen Bankgesellschaft vom August 1923. Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom März 1921.

auch auf die Veränderungen in der amerikanischen Zahlungsbilanz im Jahre 1921 hingewiesen, die durch den grossen Rückgang des Exportes stark beeinflusst wurde,[43]) wodurch zum Ausdruck gebracht werden soll, dass die steigende Bewegung des Schweizerfrankens möglicherweise auch durch die Eigenbewegung des Dollars beeinflusst wurde.

Weitere Kursfaktoren wurden ferner in den fortgesetzten Kapitalimporten aus Deutschland und Oesterreich wegen der dort fortschreitenden Entwertung und in der Rückzahlung der Valutaanleihen seitens der Ententestaaten und seitens Deutschland erblickt. Durch den Auftrieb, den der Schweizerfranken infolge aller dieser die schweizerische Forderungsbilanz entlastenden Faktoren erhalten hat, erreichte er im Herbst 1921 die Goldparität und hielt sich während des ganzen ersten Quartals 1922 auf dem oberen Goldpunkt. Als stützende Faktoren werden diese Kapitalverschiebungen von vielen Seiten angeführt.[44])

Der Schweizerfranken erfreute sich aber nicht lange seines Hochstandes. Schon im zweiten Drittel des Jahres 1922 begann er zu fallen und bewegte sich bis zu Ende 1923 in absteigender Richtung. Die Gründe, die diese neuerdings aufgetretene Schwäche veranlasst haben konnten, können wie folgt zusammengefasst werden: Kapitalauswanderung, als Folge der niedrigen schweizerischen Zinssätze; Rückzug fremder und Flucht einheimischer Kapitalien im Herbste 1922, als die Initiative betr. die Vermögensabgabe eine Art Panik erzeugte; ein gewisses Misstrauen in die schweizerische Finanzpolitik, welches übrigens von der erwähnten Initiative noch verstärkt wurde; die sich ungünstiger gestaltende Handelsbilanz, deren Wirkung nur vorübergehend durch die eidgenössische Anleihe in Amerika abgeschwächt wurde.[45])

Eine beachtenswerte Erscheinung war die wiedereingetretene Wirkung der Diskontdifferenzen.[46])

Ueber die Einwirkungen, die möglicherweise von der Geldseite ausgingen und deren Vorhandensein die Zahlungsbilanztheorie

---

[43]) Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom März 1921. Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1921.

[44]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom Oktober 1924. Baschy, a. a. O. S. 14/15, NZZ vom 17. Oktober 1921. Schweizerische Blätter für Handel und Industrie Nr. 3/4 vom 15. Februar 1922 (Geering).

[45]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom August 1923. Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1923. Monatsbulletin der Schweizerischen Kreditanstalt vom August 1923. Bericht über Handel und Industrie 1922. Schweizerische Volksbank vom Dezember 1922 und Januar 1923. Jahresbericht der Basler Handelskammer 1923.

[46]) Finanzjahrbuch 1923.

überhaupt leugnet, verbreitet sich eine Reihe von Berichterstattungen. Als solche Wirkungen werden der Notenumlauf, die Metalldeckung und das inländische Preisniveau angesehen. Ueber die Bewegung der Metalldeckung findet sich im Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom August 1923 eine ausführliche Studie. Der Verfasser kommt zum Schlusse, dass die Metalldeckung der Schweizerischen Nationalbank und der Dollarkurs sich keineswegs parallel bewegen. Auch von anderer Seite wurde der Deckungstheorie kein grosses Gewicht beigelegt.[47]) Dagegen suchen andere zu beweisen, dass eine «Inflation» die Ursache der Entwertung gewesen sei, dass eine Metalldeckung eine sichere Garantie für die Vollwertigkeit der Valuta bedeute. Eine hohe Preislage berechtigte noch nicht zur Annahme der Geldentwertung. Auch ist eine Vermehrung des Banknotenumlaufes noch nicht gleichbedeutend mit Inflation, denn diese letztere tritt erst ein, wenn die Vermehrung des Geldes grösser ist, als die Zunahme der im Tauschverkehr erzielten Erträge, d. h. wenn zusätzliche, künstliche Kaufkraft geschaffen wird. So eine Kaufkraft wird durch die Diskontierung der Finanzwechsel des Bundes oder der Bundesbahnen kreiert. Diese Kaufkraft drückt ausserdem auf den Zinssatz und ruft dadurch einen Kapitalabfluss hervor, der die Entwertung des Schweizerfrankens verursacht.[48])

Diese Theorie unterscheidet sich von derjenigen der Zahlungsbilanztheoretiker dadurch, dass sie als primäre Ursache die Inflation betrachtet, obwohl auch diese letztere nur durch die Forderungsbilanz auf die Wechselkurse wirkt. Diese Anschauung unterscheidet sie von der reinen Inflationstheorie, die eine solche mittelbare Wirkung ablehnt. Einen andern Zusammenhang der Inflation mit den Wechselkursen finden wir in der Finanzrevue vom 11. Oktober 1923: Die Inflation bewirkt eine Vermehrung der Zahlungsmittel. Diese Aufblähung bewirkt, dass der schweizerische Importeur gezwungen ist, in fremden Valuten vorzusorgen, da der ausländische Lieferant Zahlung in eigener Valuta verlangt. Die psychologische Wirkung der Inflation ist nicht abzuleugnen und wurde auch vielfach zur Erklärung der Entwertung der deutschen Mark beigezogen.[49]) Der psychologische Faktor des Zu- oder Misstrauens hat auch bez. der Finanzlage der Schweiz

---

[47]) Stucki im Schweizerischen Finanzjahrbuch 1923.

[48]) Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom Juli 1923. Mori in «Schweizerischen Blättern für Handel und Industrie», Nr. 15/16 vom 15. August 1923.

[49]) Vergl. Finanzrevue Nr. 20 vom 20. September 1921. Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Oktober und Dezember 1922 und August 1923.

oft zu Kursschwankungen des Frankens beigetragen, so z. B. bei der Frankenbaisse im Jahre 1921/22[50]), ebenso zur Festigkeit des Dollars im Jahre 1922.[51])

Von unserem Standpunkte aus ist auch dieser Faktor nur einer, der im Wege der Forderungsbilanz zur Geltung kommen kann, denn er bewirkt Kapitalverschiebungen. Andererseits kann z. B. das Vertrauen, wenn es sich um die Beurteilung des Staatshaushaltes handelt, die Möglichkeit einer Staatskreditinflation eskomptieren und auf diese Weise die Wirkungen einer Inflation im Voraus ausschalten. Zu weiteren Einflüssen, die auf Stimmungen basieren, gehört auch die Tätigkeit der Spekulation. Es ist in der Hauptsache der Verfasser der währungspolitischen Artikel der Finanzrevue, der ihr den massgebenden Einfluss auf die Schwankungen des Schweizerfrankens in den Jahren 1921 – 1923 zuschreibt.[52])

Dieser Periode folgte nach der vorhergegangenen kurzen Aufwärtsbewegung im Juli 1923 eine Zeitdauer der Hausse, die den Schweizerfranken im September 1924 wieder auf die Goldparität brachte. Diese Bewegung wurde in der Hauptsache durch folgende Tatsachen bedingt: Die Handelsbilanz besserte sich, der Fremdenverkehr blühte auf, die Kapitalausfuhr nach Amerika hatte, angesichts des hohen Dollarkurses und der steigenden Zinssätze in der Schweiz, einer umgekehrten Tendenz Platz gemacht; in New York wurde vom Bund eine Anleihe zum Zwecke der Rückzahlung der Reskriptionen aufgenommen, dadurch erwachte das Zutrauen in die öffentliche Finanzgebarung der Schweiz; angesichts der allmählichen Konsolidierung der Verhältnisse in Europa, trat auch eine Besserung ein in der Bilanz der Erträgnisse ausländischer Unternehmungen; die in den Jahren 1922 und 1923 erfolgte Kapitalausfuhr begann jetzt ihre Früchte zu tragen; vorübergehenden Einfluss hatte auch die in Deutschland und Oesterreich erfolgte Kündigung von seinerzeit dorthin gewährten Krediten.[53])

Der Kapitalabfluss, der aus Amerika nach Europa einsetzte, wurde von mancher Seite als die Ursache eines Sinkens des Dol-

---

[50]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom Oktober 1923. Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom Dezember 1922 und Januar 1923.

[51]) Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1923.

[52]) Finanzrevue vom 1. November 1921, 19. Juli 1923. Vergl. auch Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom November 1921.

[53]) Monatsbericht der Schweizerischen Bankgesellschaft vom März 1925.

lars angenommen, so dass auf diese Weise betrachtet, das Steigen des Schweizerfrankens nur eine Reflexbewegung wäre.[54])

Die Schweizerische Kreditanstalt machte in ihrem Monatsbericht vom Dezember 1924 auf die Tatsache aufmerksam, dass Geldmarktverhältnisse und Diskontpolitik wieder an Einfluss gewinnen, eine Tatsache, deren Wiedereintreten von uns schon früher registriert wurde.

Noch nie war die herrschende Meinung so geneigt, der Zahlungsbilanztheorie recht zu geben, wie in diesen Jahren. Die zahlreichen Schätzungen der Zahlungsbilanz der Schweiz, die in dem vorangegangenen und laufenden Jahre erschienen sind, gaben ausserdem ihren Behauptungen eine feste Unterlage und liessen die Resultate ihrer Untersuchungen glaubwürdiger erscheinen.[55]) Dagegen blieben die Verfechter der Inflationstheorie auf theoretische Abhandlungen angewiesen.

Inzwischen dauerte die feste Haltung des Schweizerfrankens gegenüber dem Dollar weiter an. Im Dezember 1924 wurde die Parität erreicht und seitdem bewegte er sich über dem Goldpari bis in das Jahr 1925 hinein. Die Entwicklung nahm ihren Verlauf unter der Einwirkung folgender Faktoren:

Niedrige Zinssätze in den Vereinigten Staaten verhinderten einen Abfluss von Kapital aus der Schweiz; ungünstige Beurteilung der Wirtschaftsverhältnisse in Deutschland und Oesterreich hatte die gleiche Wirkung; Kapitalfluchterscheinungen in Frankreich und Italien brachten einen Kapitalzustrom; die Handelsbilanz wies nur noch ein ganz unbedeutendes Passivum auf; der Fremdenverkehr lieferte grosse Einnahmen.[56])

---

[54]) Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom Mai 1925. Bericht über Handel und Industrie in der Schweiz 1924.

[55]) Schätzungen der Zahlungsbilanz der Schweiz: **Für 1918/1919:** Schweizerische Bankgesellschaft im Effektenkursblatt vom April 1920. **Für 1919/1920:** Geering in der Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1920. S. 98. **Für 1920/1921/1922:** Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom November 1920 und Juni 1923. **Für 1921:** Schweizerische Bankgesellschaft im Monatsbericht vom April 1922. **Für 1923:** Jaberg: «Volksvermögen und Zahlungsbilanz der Schweiz», Geering-Hotz: «Schweizerische Wirtschaftskunde», 8. Aufl. 1923. **Für 1924:** Schweizerischer Bankverein im Monatsbericht vom September 1925 und Juli 1926; Schweizerische Bankgesellschaft im Monatsbericht vom März 1925. **Für 1925:** Schweizerischer Bankverein im Monatsbericht vom Juli 1926; Schweizerische Bankgesellschaft im Monatsbericht vom Februar 1926;

[56]) Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom August 1925. Schweizerische Blätter für Handel und Industrie vom 15. Januar 1925. Monatsübersicht der Basler Handelsbank vom Juli 1925. Mo-

Was insbesondere die schwache Haltung des Dollars anbetrifft, so wirken hier dieselben Gründe weiter, die schon in der vorhergehenden Periode diese Haltung bedingt haben, d. h. der starke Kapitalexport nach Eurpa und die auftretende Konkurrenz auf dem Weltmarkte, die die Warenexporte der Union stark beschränkte.[57])

In den Monaten September/November 1925 trat ein leichter Rückschlag in der Bewertung der schweizerischen Devise ein, der durch die wieder in grösserem Umfange betriebene Kreditgewährung nach Deutschland und durch starke Goldimporte beschleunigt wurde.[58])

Dieser Rückschlag hatte aber nur einen vorübergehenden Charakter, denn vom Monate November an bewegte sich der Dollar in der Schweiz, mit kleinen Schwankungen in den Monaten Februar bis März 1926, bis Ende Juli 1926 um die Goldparität herum.[59]) Die starke Aktivität der schweizerischen Zahlungsbilanz kompensierte die ungünstigen Einflüsse, die möglicherweise durch die Auflage einiger ausländischer Anleihen am Schweizermarkte und durch die Rückzahlung oder Voreindeckung der drei Dollaranleihen der Schweiz entstehen konnten. Trotz der verstärkten Passivität der Handelsbilanz konnte die Nationalbank von ihren Goldreserven rund 50 Millionen Franken in Devisen umwandeln.[60]) Die Devisenpolitik der Nationalbank findet jetzt überhaupt grosse Anerkennung, besonders die Niedrighaltung des Zinsfusses und die Regulierung der Finanzwirtschaft des Staates.[61])

§ 13. Die Zahlungsbilanztheorie.

Die «Zahlungsbilanztheorie» ist diejenige Theorie, die die Schwankungen der Wechselkurse ausschliesslich oder doch in aller erster Linie auf die Veränderungen der Posten der Zahlungsbilanz (d. h. der Forderungsbilanz) zurückführt. Es muss dabei beachtet werden, dass diese Erkenntnis nicht immer klar auf der Oberfläche liegt. Oft werden zu den Wechselkursfaktoren Tatsachen gezählt, die sich erst nach Ueberlegung als ebenfalls in

---

natsbericht der Schweizerischen Bankgesellschaft vom Februar 1926.

[57]) Monatsbericht der Schweizerischen Volksbank vom Januar 1926.
[58]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom November 1925.
[59]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom April 1926.
[60]) Jahresbericht der Schweizerischen Kreditanstalt 1925.
[61]) Monatsübersicht der Basler Handelsbank vom Januar 1925, Stucki-Harger im schweizerischen Finanzjahrbuch 1925.

diesen Zusammenhang gehörend erweisen. Zieht man dies in Betracht, so wird es vielleicht nicht so sehr überraschend sein, wenn wir die Behauptung aufstellen, dass abgesehen von vereinzelten Aeusserungen quantitätstheoretischer Natur, die (ausser bei Kellenberger) nicht einmal zu einem System ausgebaut wurden, die gesamte schweizerische nationalökonomische Literatur, bewusst oder unbewusst, auf dem Boden der Zahlungsbilanztheorie steht. Diese Behauptung könnte darum etwas überraschend erscheinen, weil wir im Laufe der Betrachtung der wirtschaftlichen Berichterstattung eine Mannigfaltigkeit vorgefunden haben, die zur Annahme berechtigen könnte, dass auch die Anzahl der Meinungen eine sehr grosse ist. Es muss aber berücksichtigt werden, dass der Charakter dieser Berichterstattung, die den Tatsachen der Entwicklung sozusagen auf dem Fusse folgt, es mit sich bringt, dass sie weder tiefere theoretische Probleme aufwerfen, noch einen eingenommenen Standpunkt fortlaufend konsequent durchführen konnte; da erleben wir eben die merkwürdige Tatsache, dass oft ein und derselbe Verfasser zu verschiedenen Zeiten ganz verschiedene Anschauungen bekundet.

Um Begriffsverwechslungen gleich am Anfang aus dem Wege zu gehen, müssen wir die Verwendung des Wortes «Zahlungsbilanz» scharf von der der «Forderungsbilanz» abgrenzen. Das Wort «Forderungsbilanz» hat sich in der schweizerischen Literatur im allgemeinen nicht eingebürgert.[1]) Es wird daher fast ausnahmslos von einer «Zahlungsbilanz» gesprochen, obwohl wir dafür «Forderungsbilanz» gesagt hätten. Die Definition der Zahlungsbilanz, wie wir sie im § 2 gegeben haben, ist überhaupt fast nicht anzutreffen. Jedoch müssen wir, um konsequent zu bleiben und die uns vorschwebenden Zusammenhänge nicht aus dem Auge zu verlieren, auf unsere Terminologie Rücksicht nehmen. Es wird daher weiter unten die Bezeichnung «Forderungsbilanz» in allen Fällen gebraucht, wo es sich nicht um die fälligen Posten dieser Bilanz, sondern um die Gegenüberstellung von Schulden und Forderungen handelt.[2])

Die Zahlungsbilanztheorie ist in der Schweiz seit der Geeringschen Wechselkurstheorie, die ja eigentlich auch eine solche war, immer wieder verfochten worden. An dieser Stelle müssen wir diese Theorie, so wie sie sich in der Kriegs- und Nachkriegszeit gestaltete, und die Stellung ihrer Verfechter zu den Wechselkurs-

[1]) Die Abgrenzung finden wir z. B. bei Gurtner und bei Weill, siehe S. 207 unten.

[2]) Die Bezeichnung «Zahlungsbilanz» im Sinne einer Forderungsbilanz wird daher von uns dort, wo es nicht vermieden werden kann, zur Unterscheidung in Anführungszeichen gebraucht.

schwankungen selbst und zu deren veränderten Bedingungen verfolgen. Somit zerfällt die Betrachtung in zwei Teile: Bedingungen der Wechselkursschwankungen und deren Ursachen in der Kriegs- und Nachkriegszeit.

Unter veränderten Bedingungen der Wechselkursschwankungen wurden, wie wir teilweise schon gesehen haben, hauptsächlich die Beschränkungen des internationalen Waren- und Geldmarktes verstanden, worunter wieder zu nennen wären die Unmöglichkeit der freien Waren- und Goldbewegung und des freien Kapitalverkehrs. Diese drei Tatsachen liessen grosse Wechselkursschwankungen überhaupt erst aufkommen, können aber noch keineswegs zu den Ursachen der Wechselkursbewegungen gezählt werden. Denn sie sagen uns nur, warum die Wechselkurse so starke Bewegungen ausführen konnten, nicht aber warum sie gerade diese Bewegungen ausführten. Daher dürfen wir nicht mit Blankart z. B. unter «Ursachen der Devisenbewegungen» in einem Atem die «Zahlungsbilanz», Wegfall der Import- und Exportpunkte für Gold, Notenpresse und Geldentwertung, Spekulation. Beschränktheit der Devisenmärkte und psychologische Einflüsse nennen. Das ist eine Vermengung von zwei Tatsachenreihen, die nichts miteinander zu tun haben.

Wie gestaltet sich nun das Verhältnis zwischen den Wechselkursbedingungen (wie wir sie der Kürze halber nennen wollen) und den Bilanzen des internationalen Wertverkehrs? Im Momente des Kriegsausbruches und später mit dem Eintritt der Vereinigten Staaten in den Krieg war viel von der Unmöglichkeit der Warentransporte und der Goldsendungen die Rede. Durch die Unmöglichkeit der Warenausfuhr sank z. B. der Dollar im April 1918, denn die starke Aktivität der Handelsbilanz der Union liess erheblich nach. Andererseits litt z. B. die Schweiz unter der Unmöglichkeit Warenversorgungen vorzunehmen. Das wiederum hatte eine Entlastung der Forderungsbilanz und ein Steigen des Schweizerfrankens zur Folge. Die Goldpunkte sind mit der Erklärung der Zwangskurse für Banknoten und dem Erlass der Goldausfuhrverbote weggefallen. Gold kam jedoch zu Auslandszahlungen auch weiter in Betracht, nur war der ganze Goldverkehr zentralisiert. Wie dem auch sei, Goldsendungen wurden nicht immer vorgenommen, wenn auch kein anderer Weg zur Bezahlung von Auslandsschulden übrig blieb; man denke z. B. an die Union im August 1914, wo auch beim besten Willen keine Goldtransporte vorgenommen werden konnten, und andererseits an das Festhalten des Goldes durch die Zentralbanken, um die Deckung für den Notenumlauf nicht zu gefährden. Was hatte dies für eine Folge? Hat ein Staat keine Möglichkeit den Ueberschuss

seiner Schulden an das Ausland durch Goldausfuhr zu begleichen. so kann er sich keine neuen Guthaben im Auslande schaffen (sehen wir momentan von allen andern Wegen ab, was ja auch praktisch denkbar ist, wie im erwähnten Falle der Union). Es stehen sich also auf dem Zahlungsmittelmarkte eine grosse Anzahl fälliger oder fällig gemachter Forderungen aus der Forderungsbilanz und ein verschwindend kleines Angebot an Zahlungsmitteln gegenüber, da weder die Forderungsbilanz, noch die Ausgleichsbilanz, ja sogar die Spekulationsbilanz keine neuen Guthaben liefern können. Die Folge davon ist ein Steigen der Wechselkurse.

Die ganze Kriegszeit hindurch hat die Diskontopolitik, die ja sonst die internationalen Kapitalbewegungen in der Hauptsache leitet, keine Wirkung ausgeübt, teilweise wegen des grossen Kursrisikos, teilweise wegen technischer Unmöglichkeit der Kapitalübertragungen. Das Versagen dieser Politik hat die Wechselkursschwankungen ermöglicht, da keine Gegenwirkung möglich war.

In allen Fällen der sog. Störungen des Marktes handelt es sich schliesslich nur darum, dass die Forderungs- oder die Zahlungsbilanz nicht beeinflusst werden können, um eine bestimmte Marktlage in Devisen zu erzeugen und die Regulierung des Wechselkurses zu ermöglichen. Es braucht nicht immer ein bewusster Ausgleich angestrebt zu werden. Die Unannehmlichkeit, die der Verkäufer einer Ware empfand, als er sie nicht spedieren konnte, hat selbstverständlich mit einer verfehlten Ausgleichspolitik nichts zu tun, aber der Endeffekt blieb derselbe.

Wenden wir uns jetzt den eigentlichen Ursachen der Wechselkursschwankungen zu, so wie sie uns in der zahlungsbilanztheoretischen Literatur gegenübertreten.

Besonders zahlreich sind die ganz allgemeinen Behauptungen, die die «Zahlungsbilanz» als bestimmend für den Wechselkurs ansehen[3]), wobei diese Behauptung auch für die Kriegszeit ihre Richtigkeit behalten und sogar mehr, erst recht ihre Wahrheit hervortreten lassen soll: Wegen des Fortfalles der Goldpunkte

[3]) Ott, a. a. O. S. 2, Strahm, «Le Change et la Guerre» S. 7, Reitler, a. a. O. S. 10, Blankart, a. a. O. S. 16 und 117, Weill «Ueber Entwertung und Sanierung von Währung und Valuta während des Krieges», S. 10 und 15, Bonnet «La Question des Changes et de la Réglementation fiduciaire», Schweizerische Handelswissenschaftliche Zeitschrift, Januar, Febraur und März 1921, S. 6, Imobersteg, a. a. O. S. 564, Mori, «Die Wirtschaftskrisis», Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik 1921, S. 36, Wegelin, a. a. O. S. 67, Gurtner, «Die Wechselkurse während des Krieges», Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik 1919, S. 226 und 232.

kann das Gold jene balancierende Wirkung nicht ausüben, die es im Frieden hat. Die Wechselkurse spiegeln die Forderungsbilanz in vollem Masse wider.[4]

Leise Ansätze für die Konstruktion eines Bilanzsystems, wie wir es im § 2 geschildert haben, finden wir bei Weill und Gurtner. Der erstere definiert die «Zahlungsbilanz» als «Summe aller sofort oder kurzfristig fälligen Forderungen und Schulden an das Ausland.» «Sie umfasst demnach die Gesamtheit der in einem gegebenen Zeitpunkte vor sich gehenden Auslandszahlungen. Von dem momentanen Zahlungsausgleich zu scheiden sind die zukünftigen Ansprüche und Verpflichtungen an das Ausland, die man in ihrer Gesamtheit als Forderungsbilanz zu bezeichnen pflegt» (a. a. O. S. 10). Daraus ersehen wir, dass, obwohl Weill die Forderungsbilanz in gleicher Weise auffasst, wie wir es getan haben, er bei der Umschreibung der «Zahlungsbilanz» denselben Fehler macht, dem wir schon so oft begegneten: Er versteht darunter die Zahlungen, so dass er notwendigerweise zu einem engsten Zusammenhang zwischen Wechselkurs und «Zahlungsbilanz» kommt, indem er sagt, dass «die Zahlungsbilanz die Wechselkurse widerspiegelt». Dagegen bewegt er sich in einer und derselben Gedankenrichtung mit uns, wenn er das Verhältnis zwischen «Zahlungsbilanz» und Forderungsbilanz schildert. Wenn die Forderungsbilanz auch direkt ohne Einfluss auf die Wechselkurse bleibt, so besteht doch die Möglichkeit einer indirekten Einwirkung. So können z. B. Aktivposten der Forderungsbilanz durch Realisierung jederzeit in die Zahlungsbilanz verbracht werden. Bei andauernd ungünstigen Kursen wird diese Tatsache der Regulierung nutzbar gemacht, indem man etwa zur Veräusserung fremder Effekten schreitet. Die Diskontopolitik sucht in Verfolgung desselben Zieles den bei Verfall natürlichen Uebergang von Passivposten der Forderungsbilanz in die Zahlungsbilanz hinauszuschieben. Gleichzeitig erhöht sie durch die Anziehung fremder Kapitalien und die Realisierung fälliger Ansprüche an das Ausland die Passivität der «Forderungsbilanz». Damit hätten wir auch das andere grosse Gebäude der Wechselkursfaktoren erfasst: Massnahmen, die im Kriege zur Stützung der Valuta durchgeführt wurden.

Wie schon gesehen, haben die Zahlungsbilanztheoretiker eigentlich immer zwei grosse Faktorengruppen unterschieden: Einmal die Veränderungen in den Posten der Forderungsbilanz, die sich infolge der geänderten Verhältnisse im Kriege geltend

---

[4]) Horowitz, «Die Valutapolitik Englands», S. 3, Gurtner, a. a. O. S. 230.

gemacht haben, und zweitens deren Verschiebungen, die sich aus einer zielbewussten Tätigkeit irgend einer Zentralstelle ergaben. Sprach man von günstiger Wirkung einer Eidgenössischen Dollaranleihe in Amerika, die zur Bezahlung der Importe aufgenommen wurde, so war das, nach Gesagtem, wiederum nur eine Einwirkung auf die Posten der Handelsbilanz, um sie von dem Uebergang in die Zahlungsbilanz aufzuhalten, dadurch ihre Erscheinung auf dem Zahlungsmittelmarkt zu verhindern.

Nicht so klar sind die Beziehungen zwischen «Forderungsbilanz» und «Zahlungsbilanz» bei Gutner[5]): «Die Zahlungsbilanz ist ein Auszug der fälligen Posten aus der Forderungsbilanz», sagt er richtigerweise, leugnet aber dann jeden Einfluss der Forderungsbilanz, «da der Wechselkurs nicht der Ausdruck der Forderungsbilanz, sondern der Zahlungsbilanz ist». Auch er untersucht die Wirkung der staatlichen Massnahmen im Kriege vom Standpunkt des Bilanzsystems und kommt zu den uns schon bekannten Resultaten: «Ein Staat, der genügend Kredit geniesst, hat es vollständig in der Hand seinen Wechselkurs dem Einflusse der Forderungsbilanz zu entziehen», freilich vorausgesetzt, dass dieser Kredit auch unbegrenzt ist.

Wir haben bisher gezeigt, dass ausser dem offenliegenden zahlungsbilanztheoretischen Zusammenhang zwischen der Forderungsbilanz und den Wechselkursen auch die sonst oft nur daneben genannten Faktoren: Die Beschränktheit der Märkte und das Versagen der üblichen Devisenpolitik, so wie die Devisenpolitik selbst, mit in die Grundidee der Zahlungsbilanztheorie gehören. Will diese letzte konsequent sein, so muss sie auch diese Faktoren nicht neben den Einflüssen der Handelsbilanz, des Fremdenverkehrs, der Zinszahlung etc. nennen, sondern mit ihnen zusammen.

Es bleibt uns aber noch die Einbeziehung anderer Faktoren in den Kreis unserer Betrachtungen. Wir wollen beweisen, dass der Kreis der Zahlungsbilanztheoretiker ein noch viel weiterer ist, als es auf den ersten Blick erscheinen mag. Denn alle diejenigen, die als Wechselkursfaktoren «andere Momente», Momente von «sekundärer Natur» gelten lassen, gehören im Grunde genommen zu den Anhängern der Zahlungsbilanztheorie. In der Hauptsache werden als solche sekundäre Faktoren folgende genannt: Psychologische Einflüsse, Spekulation, Finanzlage des Staates, Geldvermehrung und die damit zusammenhängende Verminderung der Metalldeckung, und die Warenpreise. Die letzten drei gehören ihrer Besonderheit nach eigentlich nicht in den Kreis unserer Betrachtungen. Da jedoch ihre Wichtigkeit zu lebhaften Diskus-

[5]) a. a. O. S. 232 ff.

sionen geführt hat, werden wir sie, soweit sie in den uns beschäftigenden Fragenkomplex hineinpassen, weiter unten kurz besprechen.

Die beiden Begriffe der psychologischen Einflüsse und der Spekulation drängen uns sofort die Erkenntnis auf, dass es sich um zwei verwandte oder im Kausalzusammenhange stehende Erscheinungen handelt. Auch treten diese beiden Faktoren meistens zusammen auf, wie wir es schon früher gesehen haben. Und tatsächlich ist ja der zweite Begriff nur ein Ausfluss des ersten. «Die psychologischen Einflüsse sind in ihren Wirkungen denen der Spekulation nahe verwandt, ja, man kann ruhig behaupten, sie seien heutzutage meistens auch die Triebfeder der letztern» schreibt Blankart[6]) und Weill sagt dazu[7]): «Als psychologisch bezeichnen wir einzelne auf die Kursbildung einflussreiche Momente, weil sie ihren Ursprung im menschlichen Instinkt haben und in bestimmten Entschliessungen, die den verschiedenen Individuen natürlich sind, sichtbaren Ausdruck nahe verwandt, eine scharfe Grenzlinie kann nicht gezogen werden.»

Diese Aeusserungen verlieren jedoch nichts an ihrer Richtigkeit, wenn, wie Kellenberger bemerkt,[8]) auch die «äussere Umgebung, die technischen Umstände», ebenfalls in solche «psychische Faktoren erst umgewandelt werden müssen, um auf die Preisbildung Einfluss auszuüben.» Selbstverständlich äussert sich jeder Umstand der äussern Welt erst durch die Psyche des Menschen auf dem Markte; aber während z. B. ein Importeur, der auf dem Markte erscheint um Devisen anzukaufen, zu diesem Schritte durch die Notwendigkeit der Bezahlung seiner Bezüge bewogen wurde (abgesehen von «Angstkäufen» des Handels, die er ohne einen realen Bedarf zu haben, um den zukünftig voraussichtlich eintretenden Bedarf zu decken, vornimmt), wird ein durch ungünstige Gerüchte Beeinflusster seine Bestände an irgend einer Valuta veräussern, um eine andere anzukaufen, indem er primär von dieser Seelenstimmung bewogen wird, der Kaufmann dagegen primär von dem technischen Umstand seines Warenkaufes im Auslande. Dieser Unterschied kann auch zur Abgrenzung der Spekulation von den psychologischen Momenten herangezogen werden: «Alle Handlungen, die rein gefühlsmässig, ohne sachliche Ueberlegung vorgenommen werden, sind als psychologische anzusehen, während bei der Spekulation verstandesmässi-

---

[6]) a. a. O. S. 33.
[7]) a. a. O. S. 25.
[8]) a. a. O. S. 45.

ges Abwägen des «Für und Wider» von entscheidender Bedeutung ist.»[9])

Die psychologischen Einflüsse drücken sich darin aus, dass aus irgend einem Grunde, einem, allgemein gesagt, sozialen Ereignisse, ein Gerücht entsteht, welches bei Personen mit geringer wirtschaftlicher Einsicht eine Panikstimmung entstehen lässt. Das Beachtenswerte dabei ist, dass es sich um einen plötzlichen Meinungsumschwung handelt, der durch seinen Umfang und seine Dringlichkeit sehr schnelle Wertverschiebungen erzielt. Diese Wertverschiebungen kommen dadurch zustande, dass z. B. die betr. Nachfrage plötzlich auf dem Zahlungsmittelmarkt erscheint, ohne dass die in ihren Händen befindlichen Forderungen fällig wären. Um von der Spekulation im engern Sinne hier noch abseits zu bleiben, sei hervorgehoben, dass in der Regel nur solche Verschiebungen in der Fälligkeit vorgenommen, seltener aber neue Posten der Forderungsbilanz zustande gebracht werden. Denn wir haben hier im Auge die psychologischen Einflüsse auf das breitere Publikum, das ausländische Forderungs- oder Schuldtitel besitzt. Der häufige Fall einer Schaffung neuer Posten wird wohl die Flucht aus dem Inlandsgelde in eine fremde Valuta sein, doch kann selbstverständlich auch eine Nachfrage nach allen andern Forderungen an das Ausland auftreten, z. B. wenn jemand sein Geld in das Ausland auf ein Bankkonto zu überweisen wünscht. Wir müssen also festhalten, dass es sich bei den psychologischen Wirkungen, denen das Verhalten des breiten Publikums ausgesetzt ist, nur um ein Verhalten handelt, das nur durch den Zahlungsmittelmarkt, also durch die Zahlungsbilanz zum Ausdrucke kommt.

Etwas anders zeigt sich der Einfluss der Spekulation im engern Sinne und besonders die Art, wie sie auf die Forderungs- und Zahlungsbilanz einwirkt. Wir haben schon früher (S. 29/30) das Verhältnis zwischen diesen Bilanzen und der Spekulationsbilanz geschildert. An dieser Stelle sei an die Wirkung der Spekulation auf die Preisbildung erinnert. Blankart hat richtigerweise gesagt:[10]) «Sie wirkt also im Sinne einer Verstärkung der von der allgemeinen Marktlage gegebenen Impulse, verbessert die günstige Haltung des Marktes, verschlimmert aber auch bedeutend eine ungünstige.»[11])

Wir haben gesehen, dass die Spekulation auf die Wechselkurse immer nur durch ihr Erscheinen auf dem Zahlungsmittelmarkt

---

[9]) Weill, a. a. O. S. 25.
[10]) a. a. O. S. 31.
[11]) Vergl. dazu Schmidt, a. a. O. S. 45 ff.

wirken kann. Auf diesem Markte kann sie als Angebot oder Nachfrage durch zweifaches Vorgehen auftreten: Sie übt auf die Zahlungsbilanz Einfluss aus, indem sie den daraus erwachsenden Geschäften neue hinzufügt; oder sie beeinflusst auch die Fälligkeit der Grundposten, die zu früh oder zu spät durch sie auf den Markt gebracht werden.[12]) Daraus ergibt sich ohne weiteres, dass der vielgenannte Faktor «Spekulation» selbst einen Teil der Posten der Zahlungsbilanz berührt und nur auf dem Wege durch die Forderungsbilanz oder Zahlungsbilanz auf die Wechselkurse einwirken kann.[13]) Aus der Art der Wirkung der Spekulation ergibt sich auch die oft beobachtete Tatsache, dass sie nur vorübergehende Wirkung hat. Vorübergehend ist diese Wirkung besonders dann, wenn sie die Zahlungsbilanz dem Ausgleiche zuführt, die Schwankungen der Wechselkurse mit dem Einsetzen der Spekulationstätigkeit daher immer kleiner werden und ausserdem dann, wenn die Spekulation zwar dem Ausgleich entgegenarbeitet, aber infolge einer für längeren Zeitraum ausgeglichenen Forderungsbilanz die zukünftige Gestaltung des Marktes nicht in einem Sinne beeinflussen kann, der dem Charakter der Forderungsbilanz nicht entspricht. Gegenüber einer dauernd ausgeglichenen Forderungsbilanz kann selbst die stärkste Spekulation keine dauernde Verschiebung der Wechselkurse erzielen.

Wir haben noch andere psychologische Einflüsse in das System einzubeziehen. An dieser Stelle möchten wir die psychologischen Wirkungen von Tatsachen, die sich auf das Geldwesen des Staates beziehen, betrachten. Als solche kommen Finanzlage des Staates, Geldvermehrung und die damit zusammenhängende event. Verminderung der Metalldeckung oder eine Veränderung im Charakter der sonstigen Deckung in Betracht.

Die erste Wahrnehmung, die wir beim Durchschauen der schweizerischen zahlungsbilanztheoretischen Literatur machen können, ist die, dass sie in den meisten Fällen, ausser der Zahlungsbilanz allein, auch der Inflation einen Einfluss auf die

---

[12]) Schmidt, a. a. O. S. 54.

[13]) Wir können daher Weill (a. a. O. S. 31) nicht zustimmen, wenn er behauptet, dass die Spekulation manchmal nur in den Wechselkursen, nicht aber in der «Zahlungsbilanz» ihren Ausdruck findet. Auch die Ansicht Geerlings (Finanzjahrbuch 1917, S. 42), dass die Wechselkurse als Barometer der «Zahlungsbilanz» keineswegs nur von dieser Kriegszeit beeinflusst werden, sondern in stärkstem Masse durch die Spekulation, verliert an seiner Stichhaltigkeit, da ja doch die Spekulationsgeschäfte nur einen Teil der Gesamtzahlungsbilanz bilden.

Wechselkurse einräumt.[14]) Dabei vertritt die Mehrzahl der Verfasser die Ansicht, dass die Inflation in der grössten Zahl der Fälle eine psychologische Wirkung ausübt. Charakteristisch für diese Art der Konstruktion eines Zusammenhanges zwischen Inflation und «Zahlungsbilanz» sind die Ausführungen Blankarts[15]): «Je mehr Noten ein Land ausgegeben hat, desto schwieriger wird es für das betr. Land sein, nach Friedensschluss in seiner Geldwirtschaft geordnete, solide Verhältnisse wieder herzustellen, und desto länger wird es dauern, bis es die normale, effektive Goldwährung wieder einführen kann. Bis dahin wird seine Valuta mehr oder weniger entwertet bleiben. Solches befürchtend, trachten nun die Besitzer von Bankguthaben und von Effekten, erstere beizeiten ins Ausland zu schaffen, letztere gegen fremde Werte umzutauschen, was zufolge der daraus entstehenden Kapitalausfuhr dazu beiträgt, die Zahlungsbilanz dieses Landes zu verschlimmern.»[16]) Einen ganz ähnlichen Weg der Einwirkung der Inflation auf die Wechselkurse, der auch durch die Forderungsbilanz führt, zeichnet der Verfasser des Quartalsberichtes der A. G. Leu & Co. vom Oktober 1924:

> «Der Satz, dass die Schwankungen der Währung unmittelbar lediglich von der Gestaltung der Zahlungsbilanz abhängig sind, gilt sogar für solche Valuten, bei welchen Inflations- bezw. Deflationserscheinungen die tiefere Ursache der Entwertung bezw. Höherbewertung bilden. Dadurch, dass bei gleich bleibenden Gütermengen die vorhandene Geldmenge im einen Fall künstlich vermehrt im andern vermindert wird, — erfährt auch die in Gold oder Gütern gemessene Kaufkraft dieser Währung eine Verschiebung. Aber die Erfahrung während der Inflationskrise der Nachkriegszeit hat gezeigt, dass ein Sinken der internationalen Bewertung der Valuta der Verminderung ihrer inneren Kaufkraft zeitlich voranzugehen pflegt. Eine solche Spannung zwischen innerer und äusserer Kaufkraft lässt sich nur daraus erklären, dass die fortschreitende Infla-

[14]) Aus der Fülle dieser Ansichten seien nur einige angeführt: So Reitler, a. a. O. S. 57, Ott, a. a. O. S. 15, Monatsübersicht der Basler Handelsbank vom September 1919 und September 1922, Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom Dezember 1922 und Oktober 1923, Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom August 1923.

[15]) a. a. O. S. 27 ff.

[16]) Vergl. über die psychologische Wirkung der Notenvermehrung auch: Mori, a. a. O. S. 52, Finanzrevue vom 13. Dezember 1921 und 11. Oktober 1923, Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom Oktober 1924.

tion, die in den Bankausweisen in Erscheinung trat, zur Kapitalflucht reizte. Die dadurch bewirkte Verschiebung der Zahlungsbilanz war es, die die unmittelbare Ursache des Sinkens des Kurses darstellt.»

Auch nur eine Befürchtung einer Inflation kann durch das damit verbundene Misstrauen schon die Wechselkurse ungünstig beeinflussen,[17]) dagegen hat eine Deflationspolitik das Wiederherstellen eines Zutrauens in die finanzielle Stärke des Landes zur Folge[18]) Gleich grosse psychologische Wirkung erzielt der mit der Notenvermehrung event. verbundene Rückgang der Deckung der Notenzirkulation. Dabei kann es sich entweder um die Verringerung der Metalldeckung oder um eine Veränderung in der Zusammensetzung der übrigen bankmässigen Deckung handeln. Der Rückgang der Golddeckung hat, als ein Ausdruck von verschlechterten Geldverhältnissen, im Inland oder im Ausland oft ein Misstrauen zur Folge. So schreibt Ellenberger[19]), der sonst ein Gegner der Deckungstheorie ist: «Es darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass für den Kredit eines Landes im Auslande dessen Geldverhältnisse, mithin auch Deckungsverhältnis und Grösse der Goldreserve stark ins Gewicht fallen, wodurch eine direkte Beeinflussung der Zahlungsbilanz und eine indirekte der Wechselkurse durch Notendeckung und Goldreserve doch resultiert.»[20]) Auch Weill[21]) ist der Meinung, dass in den Einschätzungen der Deckungsausweise, wo die Metalldeckung kleiner und statt Kommerzpapier staatliche Schatzanweisungen figu-

---

[17]) Quartalsbericht der AG Leu & Co. vom Mai 1925.

[18]) Schweizerische Blätter für Handel und Industrie vom 15. April 1923, wo die Verminderung des Umlaufes der Currencynotes in England im Jahre 1922 als ein psychologisches Moment für die Lstg.-Hausse betrachtet wird.

[19]) «Die Notenemission im Dienste der Währungspolitik «Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik 1922, S. 368.

[20]) Gleicher Auffassung von der psychologischen Wirkung der Dekkung sind auch: Bonnet, a. a. O. S. 36, Baschy, a. a. O. S. 21/22. Brodbeck sprach im Nationalrat am 19. Januar 1921 (Stenographisches Bulletin S. 32), anlässlich des Vorschlages der Ermässigung der gesetzlichen Metalldeckung der Schweizerischen Nationalbank, folgendes: «Die Konsequenz eines derartigen Beschlusses ist zweifellos eine grossartige Panik, sofort werden alle ängstlichen Gemüter sich sagen: Es steht schief, die Metallreserve wird herangezogen zur Deckung des Notenumlaufes, wir müssen einen forcierten Notenumlauf vor uns haben. Es ist überall anerkannt worden, dass jeweilen eine grossartige Panik die Folge einer solchen Aufhebung war».

[21]) a. a. O. S. 27.

rieren, «der Zusammenhang zwischen Inflation und Wechselkursen gesucht werden muss»[22]). Dass die Notenvermehrung im engen Zusammenhang mit der Finanzlage des Staates steht, wird ohne weiteres klar sein, wenn man berücksichtigt, dass die Inflationserscheinungen des Krieges durch den Staatsbedarf an Zahlungsmitteln hervorgerufen waren. Der Ausdruck dieser Beanspruchung des Staatskredites bei den Zentralbanken war eben die schon erwähnte Aenderung in der Art der Zusammensetzung der Wechseldeckung in den Ausweisen der Notenbanken.

Nachdem wir alle von der Zahlungsbilanztheorie als «Nebenfaktoren der Wechselkurse» genannten Tatsachen der Reihe nach betrachtet haben, sind wir zum Schlusse gekommen, dass sie nur insoweit auf die Wechselkurse Einfluss ausüben können, als sie auf die Forderungs-resp. Zahlungsbilanz einwirken. Dadurch wäre die früher aufgestellte Behauptung bewiesen, dass die Zahlungsbilanztheorie im weitesten Sinne des Wortes alle Erscheinungen in ihr System aufnehmen kann, die überhaupt auf dem Markte der Zahlungsmittel wirken. Wir haben nur noch einen Punkt ausser Acht gelassen — die Warenpreise. Die Warenpreise sind selbst ein Produkt von verschiedenen Faktoren. Zwischen diesen Faktoren nimmt die Inflation nur einen, wenn auch sehr wichtigen Platz ein. Ob die Preisveränderungen im Kriege als Folge der Bankpolitik oder als Folge der Inflation entstanden sind, interessiert uns hier nicht weiter und können wir uns auch auf die bezügl. Polemik nicht einlassen. Es scheint aber ausser Zweifel zu sein, dass die Inflation eine preiserhöhende Wirkung hat. Zur Bekräftigung zitieren wir aus dem Aufsatz von Weyermann: «Neues aus dem Gebiet von Papiergeld und Inflation»[23]) folgende Stelle: «Unter Inflation wird die Schaffung einer zusätzlichen Kaufkraft verstanden, welche nicht auf effektiver, im tauschwirtschaftlichen Verkehr erworbener Verfügungsmacht der Wirtschaftssubjekte (Einkommen) beruht. Wird eine derart erworbene Kaufkraftmenge in den volkswirtschaftlichen Markt geworfen, so muss dadurch unausweichlich die Tendenz zur allgemeinen Preissteigerung bewirkt werden.»

---

[22]) Auch Blankart, a. a. O. S. 18 ff. spricht von dem grossen Einflusse des Misstrauens, welches bewirkt, dass die Noten gegenüber dem Gold entwertet werden, wenn die «Metalldeckung der Noten unter eine vom Publikum als Minimum betrachtete Grenze sinkt». Vergl. dazu noch: Reitler, a. a. O. S. 65/66. Jaberg: «Die Stellung der Schweiz zur Währungsfrage und zur lateinischen Münzunion» S. 4 ff.

[23]) Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 1922. S. 285.

Wir können auch nicht auf die in der schweizerischen Literatur bestehenden Divergenzen bez. des Wesens der Inflation eingehen, dies hätte uns zu weit vom Thema abgelenkt.[24]) Jedenfalls ist es für alle die, die den Begriff der Inflation mit Weyermann auffassen, ihre Wirkung auf die Warenpreise unzweideutig. Uns interessiert hier nur die Wirkung der Inflation auf die Wechselkurse: Werden die Warenpreise von der Inflation beeinflusst, so ergibt sich daraus auch deren indirekter Einfluss auf die Forderungs- resp. Zahlungsbilanz und dadurch auch auf die Wechselkurse.

Diese Wirkung der Inflation wird auch von mancher Seite erkannt; so schrieb Blankart:[25]) «In gewissen Staaten hat die reichliche Ausgabe von Papiergeld sicherlich ihren Teil zur Entwertung des Geldes beigetragen. Entwertung der inländischen Zahlungsmittel aber ist gleichbedeutend mit hohen Inlandspreisen. Letztere begünstigen bekanntermeise den Import, erschweren den Export und vermindern dadurch im Auslande die Nachfrage nach inländischer Valuta.»

Etwas anders stellt sich Mori die Wirkung der Inflation auf die Wechselkurse vor:[26]) «Die Finanzwechsel erhöhen den Notenbedarf und rufen in der Folge eine Kreditinflation; das Geld wird entwertet, die Zinssätze fallen unter die Zinssätze des Auslandes; dagegen wird die Kapitalabwanderung angeregt, die eine ausgeglichene Zahlungsbilanz in eine passive verwandelt und die Wechselkurse zum Sinken bringt.»

Eine ganz andere Art der Wirkung der Inflation auf die Wechselkurse hat die «Kaufkrafttheorie» aufgestellt. Sie leugnet überhaupt einen Zusammenhang zwischen den Wechselkursen und der «Zahlungsbilanz» und argumentiert dabei folgendermassen: Die Inflation verändert das inländische Preisniveau; der Ausdruck des Verhältnisses der Kaufkraft der Geldeinheiten in zwei Ländern ist der Wechselkurs, somit bestimmt die Warenpreiserhöhung, d. h. die Inflation, den Wechselkurs, ohne dass die Zahlungsbilanz irgendwie in Mitleidenschaft gezogen wäre.[27])

Den Beweis für die Richtigkeit der Behauptung, dass der Wechselkurs der Ausdruck des inländischen Preisniveaus dar-

---

[24]) Eine Spezialstudie über Inflation in der Schweiz bietet Just: «Die Geldinflation mit besonderer Berücksichtigung der Geldpolitik der Schweiz während des Weltkrieges.»

[25]) a. a. O. S. 28.

[26]) Schweizerische Blätter für Handel und Industrie, Nr. 15/16 vom 15. August 1923.

[27]) Vergl. dazu insbesondere die Monatsberichte der Schweizerischen Volksbank vom Januar und Oktober 1922, Januar und Juli 1923.

stellt, hat sie aber nicht erbracht. Der Wechselkurs ist eben ein Preis für eine Ware, der auf einem bestimmten Markte — Zahlungsmittelmarkte — gebildet wurde. Daher kann man nicht das Gesamtpreisniveau (für das die Indexziffern übrigens einen sehr unzuverlässigen Masstab bilden) mit dem Preise einer Ware vergleichen, «man sollte dem Zahlungsmittelmarkte zugestehen, was man allen andern Einzelmärkten gegenüber tut und was allein den Tatsachen entspricht: Die Fähigkeit, im Rahmen der gesamten Preisbewegung jederzeit Sondereinflüsse zum Ausdruck bringen.[28])

Um noch eine abschliessende Würdigung des ganzen Tatsachenkomplexes, den wir hier behandelt haben, zu geben, möchten wir eine treffliche Aeusserung von Blankart hier anführen: «Die Sache ist eben in Wahrheit so, dass nicht ein Grund oder eine Gruppe von Ursachen allein die Entwertung herbeigeführt hat, sondern dass nur die kombinierten Wirkungen aller der angeführten Einflüsse im Stande sind, so tiefgreifende Aenderungen auf dem Zahlungsmittelmarkt hervorzurufen. Die prozentualen Anteile der einzelnen Faktoren an diesen Kursbewegungen, die — nebenbei bemerkt — sich fortgesetzt ändern, auseinander zu halten, ist ein Ding der Unmöglichkeit. Einzig die Ansicht, die Zahlungsbilanz (im weitesten Sinne des Wortes genommen) sei die letzte Ursache der Devisenschwankungen, hat ein Recht auf Berücksichtigung, insofern, als, wie schon bemerkt, alle angeführten Faktoren auch die Zahlungsbilanz eines Landes in Mitleidenschaft ziehen und diese daher ein Art Sammelbecken für die auf die Devisenkurse zielenden Einflüsse wirkt. Die in günstigem oder ungünstigem Sinne auf die Kurse wirkenden Kräfte werden hier zusammengefasst und der Ueberschuss der einen oder anderen Kategorie findet dann seinen Ausdruck in der Aktivität oder Passivität des Saldos der Zahlungsbilanz, der als die letzte Ursache der Konstellation von Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkte angesehen werden darf.»

§ 14. Die Theorie von Kellenberger.

Das im Jahre 1919 erschienene Werk von Kellenberger «Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Kriege und Frieden» ist, wie schon erwähnt, der einzige Versuch der Kriegs- und Nachkriegszeit in der schweizerischen Literatur ein System der internationalen Wirtschaftsbeziehungen aufzustellen. Die dort geäusserten Anschauungen sind auch von so eigentümlicher Art, dass sie zu einer Stellungnahme rufen.

[28]) Schmidt, a. a. O. S. 195.

Wir haben schon im allgemeinen Teil das Bilanzsystem Kellenbergers kurz besprochen. Um aber seine Stellung zur Frage des Zusammenhanges zwischen den Wechselkursen und der Zahlungsbilanz beurteilen zu könnne, muss dieses System eingehender untersucht werden.

«Die allgemeine Jahreszahlungsbilanz eines Landes ist also die Gegenüberstellung der im Laufe eines Jahres fällig gewordenen und zur Auszahlung gelangten gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen, hervorgehend aus dem gesamten Wirtschaftsverkehr des Inlandes mit dem Auslande. Gleicherweise liessen sich Monats-, Wochen- und Tageszahlungsbilanzen aufstellen» (a. a. O. S. 10). Beachtet man die Worte «zur Auszahlung gelangten», so begreift man sofort, dass es sich nur um die berühmte «Bilanz der Zahlungen» handelt. Wie schon dargelegt, hat diese Bilanz gar keinen Saldo. Es ist eine durch Umsatz ausgeglichene Bilanz. Das geschieht unter der Voraussetzung, dass die Schulden wirklich beglichen werden. Es muss unterschieden werden, ob diese Verpflichtungen unaufschiebbare sind oder nicht, ob die Gläubiger geneigt sind, ihre Forderungen zu prolongieren, oder auch ihre jederzeit realisierbaren Forderungspapiere aufzubewahren, vielleicht aus Rücksicht auf die ungünstige Marktgestaltung. Das letztere führt uns zu derselben Erkenntnis, die Kellenberger als Argument gegen den erwähnten Zusammenhang benutzt, nämlich dazu, dass Angebot und Nachfrage durch den Preis beeinflusst werden. Ersieht der Schuldner, der auf dem Zahlungsmittelmarkte erschienen ist, dass trotz der höheren Preise auf dem Markte ein kleines Angebot herrscht und kann er die Bezahlung seiner Schuld aufschieben, so wird er wahrscheinlich zurücktreten, d. h. er wird seine fällige Schuld in die Forderungs- resp. Spekulations- oder Ausgleichsbilanz zurückschieben, womit seine Schuld zu keinen Zahlungsvorgängen Anlass geben wird. Die wegen des Ueberwiegens der Nachfrage entstandene Aufwärtsbewegung des Preises wird aber neues Angebot anlocken, d. h. neue Posten werden in die Zahlungsbilanz übergeführt und erscheinen auf dem Markte. Kommen Nachfrage und Angebot schliesslich zu einem Geschäft, so bildet sich in diesem Moment ein Preis, der so lange stillstehen wird, als eine solche «Harmonie» zwischen Angebot und Nachfrage herrschen wird: während diesem Stillstand werden Schulden und Forderungen kompensiert, d. h. die Zahlungsbilanz Kellenbergers wird keinen Saldo aufweisen. Zu diesem Schlusse kommt man auf demselben Wege, den Kellenberger beschreitet um die angeblich herrschende Meinung über die Art der Preisbewegung zu bekämpfen. Es wird aber von niemandem bestritten, dass «solange ein Preis unverändert bleibt, gleichgültig wie hoch oder wie tief

er steht, so lange Angebot und Nachfrage im Gleichgewicht sind» (a. a. O. S. 5). Wenn man von hohen oder niedrigen Preisen infolge des Ueberwiegens von Nachfrage oder Angebot spricht, so meint man ja nicht die absolute Höhe des Preises, sondern eben nur seine Verschiebung von einem niedrigen zu einem höheren, denn die Begriffe «hoch» und «niedrig» sind relativ und nur für die Dauer dieser Verschiebung wird eine Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage angenommen.

Ausser seiner «echt kaufmännischen» Bilanz wird in der Literatur nach Kellenberger noch eine «banktechnische» gebraucht, die eine augenblickliche Zahlungsbilanz, die im Wechselkurse zum Ausdruck gelange», ist. «Näher ausgeführt, ist darunter die Gegenüberstellung der augenblicklich zu leistenden Zahlungen zu verstehen» (a. a. O. S. 13). Dieser Begriff der Zahlungsbilanz «schlägt jedem direkt ins Gesicht». Bevor wir auf die Begründung dieser Ansicht eingehen, wollen wir beweisen, dass beide Bilanzen durchaus dasselbe sind. Wir haben soeben gesehen, dass die «kaufmännische» Bilanz nichts anderes als eine Bilanz der Jahreszahlungen ist. Nach Kellenberger kann man eine solche auch für Monate, Wochen und Tage aufstellen. Fahren wir aber weiter in derselben Richtung, so kommen wir konsequenterweise schliesslich zu einer «augenblicklichen» Zahlungsbilanz, d. h. zu der «banktechnischen», die nach Kellenberger ganz etwas anderes sein soll. Der Unterschied zwischen den beiden ist also nur ein graduellzeitlicher, aber kein begrifflicher, denn beide umfassen Zahlungen, die erste für längere Zeiträume, die zweite die eines Augenblicks. Bei Kellenberger wird behauptet, die Ungleichartigkeit beider Bilanzen ergebe sich aus folgender Ueberlegung: Die erste wird dann aktiv oder passiv, wenn der Wechselkurs von der Parität abweicht und solange er sich innerhalb der Goldpunkte bewegt, die zweite bleibt immer im Gleichgewicht, bis der Wechselkurs zwischen den Goldpunkten pendelt; geht er über diese hinaus, so entsteht erst ein Saldo, der an der Goldbewegung gemessen wird.

Behandeln wir nun die beiden Behauptungen. Dass die Zahlungsbilanz im Sinne der «herrschenden Meinung» schon dann aktiv oder passiv ist, wenn der Wechselkurs von der Parität abweicht, ist nur dann teilweise zutreffend, wenn man die bankmässige «Zahlungsbilanz» nicht als eine Bilanz der Zahlungen, sondern als eine Grundzahlungsbilanz in unserm Sinne betrachtet. Wir sagen «teilweise zutreffend», weil es sich nicht um die Parität handelt, sondern um Wechselkursschwankungen überhaupt, ganz gleich, ob sie innerhalb der Goldpunkte oder gänzlich unter oder über Pari oder schliesslich ausserhalb der Goldpunkte stattfinden. Kellenberger sagt ja selbst, dass die Unstimmigkeit zwi-

schen Angebot und Nachfrage die Kursverschiebung bewirke, die erst dann zum Stillstand kommt, wenn sich die beiden in Harmonie befinden. Bis dies eintritt, d. h. bis der Preis sich so stellt, dass Nachfrage und Angebot zum Abschluss von Geschäften kommen, wird sich der Preis bewegen. Hat er sich einmal gebildet, so ist es nicht unbedingt notwendig, dass die ganze erschienene Nachfrage und das ganze erschienene Angebot bei den Geschäften zu diesem Preise teilnehmen; wie schon oben gesagt, wird mancher zurücktreten. Aber die Veränderungen des Preises seit dem letzten Marktpreis sind nur infolge der Verschiedenheit im Kräfteverhältnis der erschienenen Käufer und Verkäufer zustande gekommen. Diese Verschiedenheit war selbst die Folge der unausgeglichenen Grundzahlungsbilanz. Um die Richtigkeit seiner Behauptung zu beweisen und diejenige der Anhänger der banktechnischen Bilanz zu widerlegen, führt Kellenberger folgendes Beispiel an: Deutschland habe an die Schweiz an einem Tage eine unaufschiebbare Zahlung von 10 Mill. Franken zu leisten, während die Schweiz an Deutschland augenblicklich nichts abzutragen hätte, «danach würde der Passivsaldo zu Ungunsten Deutschlands nach der obigen Behauptung 10 Mill. Fr. betragen.» Die Banken werden bei dieser Sachlage den gestrigen Kurs höher ansetzen: War er z. B. 80.90, also unter Pari, so werden vielleicht schon bei 80.92 4 Mill. abgerechnet werden können und bei 80.95 der Rest. Der Kurs wird also unter Pari stehen bleiben, die angefochtene Behauptung hätte demnach auf eine aktive Zahlungsbilanz schliessen können, obwohl «ganz offensichtlich am Anfange die Nachfrage überwog.»

Um diesen Vorgang kritisch beleuchten zu können, müssen wir uns fragen, wie denn die Nachfrage doch befriedigt wurde? Das sagt uns Kellenberger selbst, indem er die Banken «aus ihren Schweizer Guthaben» Franken an ihre Kundschaft abgeben lässt. Dies bedeutet aber, dass die Forderungen Deutschlands an die Schweiz aus diesen Guthaben gemindert wurden, um auf den Zahlungsmittelmarkt überzugehen und dort den Schulden aus anderweitigen Quellen (wenn z. B. diese Kundschaft Importeure Schweizer Waren ist — aus der Handelsbilanz) gegenübergestellt zu werden. Je nach dem Kräfteverhältnis wurde dann der Preis festgesetzt. Daraus zu schliessen, dass Deutschland an diesem Vormittag eine aktive «Zahlungsbilanz» hatte, wäre aber noch keineswegs möglich, denn der Kurs ist zwar weiterhin unter Pari geblieben, aber darauf kommt es gar nicht an: es handelt sich vielmehr darum, dass er sich überhaupt geändert hat, und zwar dass er gestiegen ist. Die Zahlungsbilanztheorie, die von Kellenberger angefochten wird, behauptet keineswegs, dass die «Zah-

lungsbilanz» aktiv sei, wenn der Wechselkurs über Pari stehe oder passiv im umgekehrten Falle. Sie behauptet vielmehr, dass wenn der Kurs auf das Ausland steigt, auf dem Zahlungsmittelmarkt die Nachfrage das Angebot überwogen hat so lange der Kurs stieg, und dass dieses ungleiche Kräfteverhältnis eben im Steigen seinen Ausdruck gefunden hat. Das Ueberwiegen der Nachfrage ist ein Beweis dafür, dass aus der Forderungsbilanz in die Zahlungsbilanz ein Ueberschuss von Schulden sich ausgebildet hat, die an jenem Tage beglichen werden sollten und an der Preisbildung teilgenommen haben. Ob wirklich alle Teilnehmer sich zu Geschäftsabschlüssen entschlossen haben, ist wiederum eine Frage für sich. Hier kommt es nur darauf an, dass das Ueberwiegen der Nachfrage bei einem Unterparikurs, wie in dem angeführten Beispiele Kellenbergers, keineswegs etwas Unmögliches und der Wechselkurstheorie Widersprechendes ist. Die Zahlungsverpflichtung Deutschlands an die Schweiz, der keine Forderungen gegenüber standen, ist ein künstliches Gebäude. Dass Forderungen immer vorhanden sind oder gebildet werden können, beweist das Beispiel selbst, denn die Guthaben der deutschen Banken in der Schweiz sind eben solche Forderungen, die je nach Bedarf fällig gemacht werden können, also in die Zahlungsbilanz übergeführt werden. Dass die «Zahlungsbilanz» am Anfang, d. h. dann, als die Nachfrage eben auftrat, passiv war, ist gut möglich, aber schon in dem nächsten Moment, wo Angebot herangelockt wurde, verminderte sich diese Passivität. Der steigende Kurs, der auch am Ende der Periode (des Tages) höher blieb als am Anfang, besagt nur, dass das Kräfteverhältnis die ganze Zeit hindurch ungleich war, so dass bis zum Abend nicht genügend grosses Angebot angelockt werden konnte, um einen Ausgleich oder einen Umschlag in die Aktivität zu bewirken. Wäre der Kurs über Pari gestiegen und schliesslich auch über den Goldpunkt, so wäre Gold zur Versendung gekommen, d. h. statt mit Devisen, wäre mit Gold gezahlt worden (wie dies bei Kellenberger ausgeführt wird). Das bedeutet, dass keine ausländische Guthaben mehr vorhanden waren und, um sie zu schaffen, Gold verschickt werden musste; erst auf Grund der jetzt wieder gebildeten Guthaben konnten Devisen als Angebot auftreten.

Somit befand sich die «Zahlungsbilanz» gleich vom Anfang an, d. h. von dem Momente an, wo der Wechselkurs zu steigen begann, im Zustande der Unausgeglichenheit. Mit dem Zustandekommen bestimmter Kurse hat dabei die Harmonie zwischen Angebot und Nachfrage nur insofern etwas gemeinsames, als sich nur der Zahlungsmittelmarkt in dem Momente der Kursbildung im Gleichgewicht befand. Die hinter ihm stehende Grundzahlungs-

bilanz konnte dessen ungeachtet Ueberschüsse von Forderungen und Schulden aufweisen, die nicht zur Begleichung kamen und in irgend eine der drei Bilanzen zurückgeschoben wurden.

Wir haben eben von den Goldsendungen gesprochen und das führt uns zu dem Hauptproblem, welches uns die Ausführungen Kellenbergers bieten. Er meint nämlich, dass der Saldo seiner Zahlungsbilanz nur in Gold bestehe. Nachdem wir bewiesen haben, dass seine «Zahlungsbilanz» überhaupt keinen Saldo aufweisen kann, wäre es eigentlich unnötig diese Frage von unserem Standpunkte aus zur Diskussion zu stellen. Die diesbezüglichen Ansichten Kellenbergers sind aber dermassen interessant, dass es sich lohnt, auf sie einzugehen. Stellen wir uns also unter seiner «Zahlungsbilanz» richtigerweise eine Grundzahlungsbilanz vor und untersuchen wir, ob ihr Saldo in Gold besteht und welche Ursachen zur Entstehung dieses Saldos führen. Der Gedankengang Kellenbergers ist dabei folgender: Bei Goldwährung können die Wechselkurse nur bis zu den Goldpunkten steigen, innerhalb dieser befindet sich aber die «Zahlungsbilanz» nach seiner Meinung immer im Gleichgewichte. Daher beginnt eine Passivität oder Aktivität sich erst dann zu bilden, wenn die Wechselkurse die Goldpunkte übersteigen, d. h. wenn es zu Goldbewegungen kommt. Die Goldaus- oder Einfuhr wäre somit der Ausdruck des Saldos der «Zahlungsbilanz». Ist er passiv, so tritt eine Goldausfuhr ein und umgekehrt (a. a. O. S. 17).

An dieser Gedankenreihe wäre für uns gleich das erste Glied unannehmbar, da wir gesehen haben, dass die Zahlungsbilanz auch innerhalb der Goldpunkte aktiv oder passiv sein kann. Aber auch die weitere Beweisführung ist nicht unanfechtbar. Wenn Kellenberger sagt, dass die Aktivität oder Passivität erst beim Ueberschreiten der Goldpunkte beginnt, so ist es nur gradueller Unterschied: Die Aktivität oder Passivität ist eben so stark geworden, dass die vorhandenen Auslandsguthaben nicht mehr ausreichten, um sie auszugleichen, und zu Goldversendungen gegriffen werden musste, um solche Guthaben zu schaffen. Bis zu diesem Punkte wäre die Behauptung Kellenbergers noch aus seiner Grundauffassung der Wirkung des Wechselkurses auf den Ausgleich der «Zahlungsbilanz» innerhalb der Goldpunkte erklärlich. Daraus zieht er aber den Schluss, dass es zur Erzielung einer Aktivität der Zahlungsbilanz genügend wäre, für einen genügenden Goldzufluss Sorge zu tragen. Da das Gold, abgesehen vom monetären Bedarf, entweder in der Zahntechnik oder zu Schmucksachen Verwendung findet, so brauche man nur zu sorgen, dass die Bevölkerung die Freude an diesen Sachen nicht verliere und eine aktive «Zahlungsbilanz» wäre fertig (a. a. O. S. 21). Anderer-

seits wird der Goldbedarf durch die Fortschritte der Zahlungstechnik und die Grösse der Produktion beeinflusst: Die erstere vermindert ihn, die andere vermehrt ihn. Je nachdem die eine oder die andere Tendenz überwiegt, wird das Land eine aktive oder passive «Zahlungsbilanz» besitzen. Diese Schlussfolgerungen befremden uns darum, weil sie von einer auf den Kopf gestellten Prämisse ausgehen: Da der Saldo seiner Zahlungsbilanz in Gold gemessen wird, so muss das Gold einen bestimmten Saldo zu Wege bringen. Die Unhaltbarkeit dieser Umkehrung des Problems, ist man auch mit seinem Ausgangspunkte einverstanden, ist klar. Um zunächst mit der Schlussfolgerung zu beginnen, sei nur darauf aufmerksam gemacht, dass es sich bei Gold lediglich um eine Ware handelt, die in ihrer Wirkung den anderen Waren gleichgestellt ist. Dies anerkennt Kellenberger selbst: «In dieser Hinsicht verhält sich das Gold wie jeder andere Importartikel.» Daran knüpft er gleich den charakteristischen Satz: «Würde der Saldo der Zahlungsbilanz statt in Gold beispielsweise im Getreide ausgedrückt, so verfügte die Schweiz, die ihren Brotgetreidebedarf zu drei Vierteln mit Zufuhren aus dem Auslande deckt, über eine dauernd aktive Zahlungsbilanz». Hier ruht eben der ganze Schwerpunkt des Problems. Die Schulden an das Ausland können eben in allen Gütern, die im Ausland absatz- und verkehrsfähig sind, gezahlt und die Forderungen in solchen eingezogen werden. Das Gold ist dabei nur ein Gut unter den andern. Die Schweiz hat zwar eine dauernd aktive Forderungsbilanz, aber nicht darum, weil sie Gold einführt, da sie ja solches nicht immer im Ueberschuss einführt, sondern darum, dass sie aus ihrer Forderungsbilanz einen Ueberschuss von Forderungen an das Ausland besitzt und es sich leisten kann Lebensmittel zu importieren, ohne die Wechselkurse zu beeinflussen. Hätte sie aus andern Teilen der Forderungsbilanz nicht genügend Forderungen zur Verfügung, so wäre sie bald vom Gold entblösst; sie könnte auch im umgekehrten Falle Gold statt Getreide einführen, tut es aber nicht, denn sie braucht Gold nur in einem ganz bestimmten Quantum für industriellen und monetären Bedarf. Darüber hinaus wäre das Gold nur eine verlustbringende Reserve in den Kellern der Nationalbank. Nach Kellenberger müsste die Schweiz fortwährend Goldzufluss aufweisen, ebenso z. B. England, das vor dem Kriege eine aktive Forderungsbilanz und eine passive «Zahlungsbilanz» aufwies. Zur Erklärung des letzteren Umstandes, wobei wir ausdrücklich bemerken müssen, dass es keineswegs angängig ist, so allgemein zu sagen, dass die «im Aufschwunge begriffenen Volkswirtschaften zur Passivität der Zahlungsbilanz neigen», zieht Kellenberger die Ausbildung des bargeldlosen Verkehrs und die

Vergrösserung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes bei; dadurch sei die monetäre Nachfrage nach Gold vermindert worden und, bei Kellenberger notwendigerweise, die «Zahlungsbilanz» passiv geworden. Es ist aber zur Genüge bekannt, dass die «Zahlungsbilanz» Englands mit einer gleichzeitig aktiven Forderungsbilanz verbunden war, aus dieser letzteren konnte England jährlich bedeutende Summen im Auslande anlegen, d. h. seine Grundzahlungsbilanz oft, aber nur vorübergehend passiv gestalten.

Der Saldo der Grundzahlungsbilanz kann überhaupt nicht gemessen werden, wie die Zahlungsbilanz selbst als eine Augenblicksrechnung überhaupt nicht feststellbar ist. Nur der Saldo der Forderungsbilanz kann, aber auch nur seiner Tendenz nach, erraten werden. In der Praxis wird er allerdings oft als die jährlich im Auslande stehengelassenen Zinsüberschüsse bezeichnet, wodurch man ausdrücken will, dass sie, ohne zur Ausgleichung der Forderungsbilanz der verflossenen Periode verwendet zu werden, frei zur Verfügung stehen.

Einen grossen Mangel des Systems von Kellenberger bedeutet die von ihm nicht beachtete Trennung der Forderungsbilanz von der Zahlungsbilanz. Seine «internationale Vermögensbilanz» ist eine «äussere Wirtschaftsbilanz» und enthält daher nicht nur Geldforderungen und Geldschulden, sondern auch alle anderen Wertübertragungen, ist daher nicht geeignet, zur Erklärung des Zusammenhanges zwischen der Forderungs- resp. Zahlungsbilanz und den Wechselkursen zu dienen. Die Bezeichnung «Forderungsbilanz» lehnt er darum ab, weil nicht jedes Vermögen eine Forderung darstelle, z. B. Aktien oder ein Landgut im Auslande (a. a. O. S. 20). Dies ist ganz richtig, hat aber für die Wechselkursfrage eine untergeordnete Bedeutung. Ob man die gesamte Wirtschaftsbilanz des Inlandes mit dem Auslande «Wertübertragungsbilanz» oder «äussere Wirtschaftsbilanz» oder «internationale Vermögensbilanz» nennt, bleibt insofern gleichgültig, als sie alle nicht direkt zu Zahlungen Anlass geben. Auf das Bestehen von Grenzposten haben wir schon früher aufmerksam gemacht; auch die von Kellenberger erwähnten Aktien oder ein Landgut können für Rechnung des Eigentümers im Auslande verkauft werden und der Erlös in irgend einer Form zur Forderung des Inlandes an das Ausland umgewandelt werden. Nur soweit muss diese Vermögensbilanz beachtet werden, als sie zu Zahlungsvorgängen oder zur Entstehung von Geldschulden oder Geldforderungen führen kann.

Der Mangel der erwähnten Trennung führt Kellenberger oft zu Schlüssen, die seine ganze Theorie umwerfen. Er behauptet, dass der «goldlose Ausgleich der Zahlungsbilanz» innerhalb der Goldpunkte durch die Devisenarbitrage bewerkstelligt wird, «indem

sie langfristige in sofort fällige Guthaben verwandelt» (a. a. O. S. 17). Dieser Satz bedeutet eigentlich die vollständige Negierung des ganzen Systems. Wollten wir uns an Worte halten, so könnten wir schon den Ausdruck «Ausgleich» als ein Argument benutzen, um Kellenberger mit seinen eigenen Worten von der Unhaltbarkeit seiner Behauptung, die «Zahlungsbilanz» sei innerhalb der Goldpunkte immer ausgeglichen, zu überführen: Denn was eines Ausgleiches bedarf, ist sicherlich unausgeglichen. Sehen wir aber hievon ab, so ergibt sich zunächst bez. der Devisenarbitrage, dass eine solche eine Forderungsbilanz überhaupt zeitlich nie ausgleichen kann. Die Arbitrage wirkt nur örtlich und ihre Wirkung äussert sich darin, dass sie die Forderungsbilanzen eines Landes mit einzelnen Ländern zu einer das ganze Ausland umfassenden Gesamtforderungsbilanz verschmelzt. Verstehen wir aber unter dieser Devisenarbitrage richtigerweise die auch von Kellenberger genannte «Devisenpolitik», so müssen wir auf das verweisen, was wir, anlässlich der Erläuterung des oben angeführten Beispieles von Kellenberger, über die Tätigkeit der Banken gesagt haben. Kellenberger will den Vorgang der Begrenzung der Wechselkursschwankungen innerhalb der Goldpunkte damit erklären, dass die inländischen Banken aus Scheckguthaben bei ausländischen Banken, durch Sendung von Auslandswechseln zum Diskont im Bezugslande, durch Ausnützung von ausländischen Akzeptkrediten etc. Mittel der überwiegenden Nachfrage zur Verfügung stellen (a. a. O. S. 18). Dies ist ganz richtig, ist aber, wie schon oben gezeigt, ein Beweis der Unrichtigkeit der Behauptung. Denn eben durch alle diese Transaktionen verändern die Banken die Forderungsbilanz und beeinflussen die Zahlungsbilanz: «langfristige Guthaben» sind eben in der Forderungs- oder Spekulations- oder Ausgleichsbilanz enthalten, «sofort fällige» können in die Zahlungsbilanz übergeführt werden und auf dem Zahlungsmittelmarkte erscheinen. Somit ist der Zusammenhang zwischen der Forderungs- resp. Zahlungsbilanz und den Wechselkursen auch innerhalb der Goldpunkte ein unzweifelhafter.

§ 15. Schlusswort.

Ueberblicken wir die Entwicklung der theoretischen Anschauungen, wie sie in der vorliegenden Untersuchung geschildert wurden, so drängt sich die Erkenntnis auf, dass der Grundstein jeder Untersuchung des Problems «Zahlungsbilanz und Wechselkurse» in der Einstellung zur Frage des Wesens der Zahlungsbilanz liegt. Von der Auffassung ihres Wesens hängt ab die Beantwortung der

Frage ihres Zusammenhanges mit den Wechselkursen.

Die Kontroverse, welche darüber besteht, lässt sich auf den Meinungsstreit zurückführen: Entweder ist der Wechselkurs der exakte Gradmesser der Zahlungsbilanz oder er ist nur ein Anhaltspunkt unter vielen andern, die zur Beurteilung der Zahlungsbilanz herangezogen werden müssen.

Ausserdem ist es wichtig, sich des ganzen Bilanzsystems der internationalen Wertübertragungen und der internationalen Zahlungsvorgänge bewusst zu sein. Die verschiedene Auffassung dieser Vorgänge in ihrer Beziehung zu den Wechselkursen, der verschiedene Inhalt, den man den überlieferten Begriffen zuschreibt, tragen das Meiste dazu bei, dass in der Diskussion die ärgsten Missverständnisse entstehen können.

Um einen Beweis dafür zu erbringen, knüpfen wir an die betrachtete Theorie von Kellenberger an und bringen eine von seinen Aeusserungen, der wir uns vollständig anschliessen: «Ist der Wechselkurs im Fallen begriffen, so kann man höchstens von einem vorläufigen Uebergewicht der Nachfrage und einer Neigung zur Passivität der Zahlungsbilanz sprechen. Keinesfalls beweist also ein sog. günstiger Wechselkurs eine Aktivität oder ein sog. ungünstiger Wechselkurs eine Passivität der Zahlungsbilanz». (a. a. O. S. 17.)

Der Schluss, den wir aus diesem Satze ziehen können, lautet dahin, dass im Grunde genommen Kellenberger auf demselben Standpunkte steht wie wir, denn auch unserer Ansicht nach ist der Wechselkurs nur ein «Anhaltspunkt für die Beurteilung der Lage der Zahlungsbilanz».

Die berühmte «Barometerformel» in ihrer extremen Formulierung, die ihr zum ersten Mal durch Geering gegeben wurde, muss eben nur dieses extremen Charakters sich entkleiden, um in einer gemilderten Form noch heute allgemeine Anerkennung zu finden.